



# Carpe Diem

Rok 2024 v znamení obratu  
vo vývoji úrokových sadzieb



**Investičná stratégia skupiny**

## Výhľad na rok 2024

December 2023

# Index

ZHRNUTIE	3
LIST INVESTIČNÝCH RIADITEĽOV	4
V CENTRE POZORNOSTI	6
MAKROEKONOMIKA A TRHY	14
ALOKÁCIA AKTÍV – AKO SPRAVUJEME NÁŠ MANDÁT PORTFÓLIA	20
STĽPČEKY	22



# Zhrnutie

Carpe Diem



## MAKROEKONOMICKÉ AKTUALITY

Globálny hospodársky rast bude pravdepodobne ďalej spomaľovať, a to z tohoročných 3,0 % na 2,7 % v budúcom roku. Zatiaľ čo do ekonomiky sa postupne premieta zvyšovanie úrokových sadzieb centrálnymi bankami, dôležité podporné faktory, ako sú prebytok úspor súkromných domácností a podpora fiškálnej politiky, sa znižujú alebo miznú. Napriek tomu sa domnievame, že tvrdé prístátie svetovej ekonomiky nie je pravdepodobné.

V USA v rokoch 2024 aj 2025 očakávame rast hrubého domáceho produktu (HDP) o 1,0 %, ktorý by mal nadviazať na tohoročný rast o 2,4 %. Prognózy hospodárskeho rastu eurozóny na budúci rok hovoria o úrovni 0,5 %, teda o rovnakom tempe ako v roku 2023, zatiaľ čo ukazovatele z prieskumu naznačujú, že HDP bude vo štvrtom štvrtroku tohto roka stagnovať alebo mierne klesať. V Číne, v ktorej HDP toho roku rástol približne o 5,2 %, predpokladáme jeho spomalenie na 4,5 % v roku 2024 a 4,3 % v roku 2025. Znamená to síce, že Čína toho roku dosiahne svoj cieľ rastu vo výške 5 %, ale hospodárske oživenie po zrušení všetkých obmedzení súvisiacich s pandémiou bolo podstatne menej dynamické, ako mnohí očakávali.



## INFLÁCIA A MENOVÁ POLITIKA

V USA predpokladáme pokles inflácie na približne 2 % do konca roka 2024, pričom túto úroveň dosiahne aj jadrová inflácia, ale o jeden až dva štvrtroky neskôr. Vysokú úroveň jadrovej inflácie húževnato drží najmä inflácia v sektore služieb. Nepredpokladáme, že by Federálny rezervný systém (Fed) ďalej zvyšoval úrokové sadzby. Pred ich trvalým znížením sa pravdepodobne postará o to, aby jadrová inflácia trvale klesala a trh práce sa naďalej oslaboval. Podľa našich predpokladov sa sadzby znížia o 25 bázických bodov (bps) na každom zasadnutí od júna do decembra 2024 a toto znižovanie bude pokračovať na každom druhom zasadnutí až do roku 2025. To by znamenalo, že cieľové rozpätie kľúčovej úrokovej sadzby by do konca roka 2025 dosiahlo 3,00 % až 3,25 %.

Očakáva sa, že celková inflácia v eurozóne sa do konca roka 2024 priblíži k hranici 2 % a v roku 2025 klesne pod túto hranicu. Vzhľadom na utlmenie rastu a šírenie dezinflácie je veľmi pravdepodobné, že ECB dosiahla vrchol úrokovej sadzby. Zdá sa, že najskorší možný termín, v ktorom by ECB mohla iniciovať obrat v úrokových sadzbách, je polovica roka 2024. Cyklus uvoľňovania bude pravdepodobne pokračovať len postupne, keďže panuje veľká neistota v tom, aká úroveň úrokových sadzieb je kompatibilná. Predvídame štvrtročné znižovanie úrokových sadzieb zo strany ECB o 25 bázických bodov, čím by sa depozitná sadzba znížila na 3,25 % do konca roka 2024 a na 2,25 % do konca roka 2025.



## FINANČNÉ TRHY

Cenné papiere s pevným výnosom by mali v roku 2024 zamieriť do pokojnejších vôd a štátne dlhopisy by mali priniesť kladné výnosy, keďže kľúčové úrokové sadzby v hlavných ekonomikách by momentálne mali kulminovať. V dôsledku toho predpokladáme, že výnosy dlhopisov na budúci rok klesnú a inverzia výnosovej krivky sa zníži, keďže centrálné banky pravdepodobne začnú v polovici roka znižovať úrokové sadzby. Dvojročné výnosy by mohli do konca budúceho roka klesnúť k 4 % (štátne cenné papiere USA) alebo výrazne pod 3 % (Bund). Klesajúci trend vidíme aj v prípade dlhého konca výnosov, hoci jeho rozsah sa dá ťažšie odhadnúť a pravdepodobne bude menej výrazný.

Pokiaľ ide o akcie, trhové prostredie sa v budúcom roku bude zrejme vyznačovať pomerne nízkym rastom podnikových ziskov, hoci odhady ziskov na nasledujúcich 12 mesiacov sa stále držia blízko svojich historických maxím. V dôsledku toho sa domnievame, že potenciál opätovného rastu ocenenia v roku 2024 sa opiera menej o rast ziskov a viac o vývoj úrokových sadzieb. Akcie pravdepodobne ponúknu ďalší potenciál rastu, najmä ak sa v roku 2025 vyjasní trend znižovania výnosov a náznaky hospodárskej stabilizácie.

# List investičných riaditeľov

Carpe Diem

Rok 2023, ktorý sa blíži ku koncu, nám opäť veľmi jasne ukázal, že vývoj kapitálových trhov je charakterizovaný hlavne očakávaniami účastníkov trhu. Úlohu zohráva nielen to, aký vývoj oni sami považujú za najpravdepodobnejší, ale aj to, aké sú ceny na trhu, t. j. konsenzus, a ako sa tieto očakávania môžu v najbližších mesiacoch zmeniť. Konsenzus v súčasnosti predpokladá, že miera inflácie v nadchádzajúcom roku klesne natoľko, že centrálné banky v USA aj v Európe budú môcť približne v polovici roka pristúpiť k zníženiu úrokových sadzieb. To by následne viedlo k nižším úrokovým sadzbám krátkodobo úročených investícií, ako sú termínované vklady. Zároveň je pravdepodobné, že výnosy dlhodobějších dlhopisov budú klesať. Investori, ktorí si chcú zabezpečiť v súčasnosti stále vyššie úrokové sadzby, by preto mali konať včas.

Zatiaľ čo očakávania týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb sú viac-menej jednotné, prognózy mnohých pozorovateľov trhu týkajúce sa rozsahu predpokladaného zníženia úrokových sadzieb, ako aj ekonomického prostredia, ktoré je základom pre toto zníženie, sa viac či menej líšia. „**Býci**“<sup>1</sup> očakávajú silné ekonomické prostredie a len mierne zníženie úrokových sadzieb. Na druhej strane „medvede“ predpovedajú výraznú fázu hospodárskeho oslabenia a očakávajú rozsiahlejšie zníženie úrokových sadzieb. Dalo by sa to vyjadriť aj tak, že býci stavajú na to, že centrálné banky znížia úrokové sadzby v dôsledku klesajúcej dynamiky inflácie, zatiaľ čo medvede sú presvedčené o tom, že vedľa, že centrálné banky budú musieť úrokové sadzby znížiť v dôsledku výraznej hospodárskej slabosti.

Kľúčová otázka teda znie: do akej miery sa ekonomika v nadchádzajúcom roku ochladí? Príslušné argumenty býkov a medvedov môžu pomôcť pri posudzovaní rizík. Medvede tvrdia, že v posledných desaťročiach ekonomika USA, ktorá má ako vedúca svetová ekonomika signalizačný charakter, vždy po významnom zvýšení úrokových sadzieb v priebehu niekoľkých štvrtrokov skĺzla do recesie. Tento argument sa teda zakladá na historických skúsenostiach. Ak však analyzujeme aktuálne ekonomické údaje o USA, momentálne tomu takmer nič nenasvedčuje. Býci zasa tvrdia, že súčasný cyklus úrokových sadzieb je tentoraz výnimočný, t. j. odlišný od predchádzajúcich cyklov, a že ekonomika USA sa môže vyhnúť obvyklej recesii. Dôvod spočíva v expanzívnej menovej a fiškálnej politike, ktorá v počiatkovej fáze pandémie poskytla podnikom a súkromným domácnostiam výrazný „vankúš“ účinkujúci dodnes.

Ako to už býva, skutočný trend pravdepodobne leží niekde uprostred, medzi uvedenými dvoma extrémami. Mnohé indície naznačujú, že hospodárska dynamika v USA sa zrejme skutočne ochladí, možno až do tej miery, že v polovici budúceho roka možno očakávať nulový, ba dokonca mierne záporný rast. Nemuselo by však dôjsť k žiadnej skutočne výraznej recesii. Takýto scenár by potom predstavoval klasické „hladké pristátie“.

Dôvodom je, že (z pohľadu štatistiky) krátkodobá brzdná sila prísnejšej menovej politiky nevyplýva ani tak z vyššej úrovne úrokových sadzieb, ako skôr z rozsahu a rýchlosti samotného ich zvyšovania. K najväčšiemu zvýšeniu úrokových sadzieb Federálnym rezervným systémom (Fed) však došlo pred viac ako rokom, keď od vlnajších letných mesiacov niekoľkokrát po sebe zvýšil úrokové sadzby až o 0,75 %. Ekonomika USA sa s týmto agresívnym sprísňovaním menovej politiky zatiaľ vyrovnáva prekvapivo dobre. Toho roku bolo zvyšovanie úrokových sadzieb oveľa rozvážnejšie a Fed dal nedávno jasne najavo, že neplánuje žiadne ďalšie kroky. Aktuálne vysoká úroveň úrokových sadzieb má, samozrejme, tiež tlmiaci účinok. Bolo by však trochu prekvapivé, keby síce vysoká, ale nezmenená úroková sadzba viedla k náhlemu zintenzívneniu napätia v ekonomike, zatiaľ čo samotná ekonomika by sa nehýbala pod ťarchou prudko rastúcich úrokových sadzieb. Scenár „hladkého pristátia“ sa preto zdá byť dosť pravdepodobný.

<sup>1</sup> Optimisti na akciovom trhu sa symbolicky nazývajú „býci“ a sú pevne presvedčení, že ceny porastú. Býk bol ako symbol zvolený preto, lebo rohmi vždy tlačí zdola nahor. Naopak „medved“, ktorý tlapou udiera zhora nadol, sa považuje za znak klesajúcich cien.

A aj keby bolo spomalenie hospodárskeho rastu výraznejšie, než sa v súčasnosti očakáva, upokojiť nás môže skutočnosť, že ani medvede nepredpokladajú hlbokú a dlhotrvajúcu recesiu v USA. Naopak, dokonca aj niektoré z nich sa nazdávajú, že miera rastu sa v USA v roku 2025 bude pohybovať na úrovni **potenciálneho rastu**<sup>2</sup>. To znamená, že aj v prípade menej priaznivého scenára možno čakať volatilitu, zrejme však nie trvale klesajúci trend na akciových trhoch, keďže väčšina investorov do akcií by pravdepodobne jednoducho prečkala dočasný a zvládnuteľný pokles.

Aké dôsledky majú tieto úvahy pre investičnú stratégiu? Po prvé, zdá sa, že rozdiel medzi dlhopisovými a akciovými trhami z hľadiska potenciálnych výnosov už nie je taký veľký ako v predchádzajúcich rokoch. Je to pozitívna a upokojujúca správa, pretože do centra pozornosti sa tak opäť vracia dobre známa a zavedená dlhodobá orientovaná investičná stratégia so zmiešanými aktívami. Nenávratne sa minuli časy, keď ste potenciálne výnosy museli hľadať v málo známych zákutiach trhu, aby ste nezaostali. Vďaka vyššej úrovni výnosov môžu pevne úročené časti portfólia opäť primerane prispievať k výkonnosti. Reinvestičné riziko sa dá znížiť presunom aktív z termínovaných vkladov do dlhodobejších dlhopisov. O takejto zmene môžu uvažovať najmä investori, ktorí v najbližších mesiacoch očakávajú pokles úrokových sadzieb. Prostredie klesajúcich výnosov by mohlo priniesť aj cenový rast dlhopisov. Napriek zníženiu rizík nemožno vylúčiť, že očakávania trhu sa opäť zmenia a že obrat v menovej politike bude trvať dlhšie, než sa dnes predpokladá.

V základnom scenári na nadchádzajúci rok okrem toho vidíme vyšší potenciál výnosov pre akcie, a to napriek nášmu hodnoteniu potenciálne silnej výkonnosti dlhopisov aj uvedenému riziku obmedzeného poklesu rastu. Z tohto dôvodu by sa nemala zanedbávať akciová časť portfólií a zároveň netreba upúšťať od selektívneho prístupu. Vzhľadom na očakávané spomalenie rastu sa investovanie do akcií spoločností z veľmi cyklických sektorov zdá byť trochu predčasné. Takéto akcie by sa mohli dostať do popredia v druhej polovici roka, keď bude za nami fáza ochladzovania. Očakávanie vyšších úrokových sadzieb na dlhšie obdobie by však mohlo spomaliť rast ocenenia. V prípade dlhotrvajúcej a hlbokkej recesie (ktorú v súčasnosti neočakávame) by sa ceny akcií dostali pod tlak a mohli by výrazne zaosť za očakávanými ziskami.

Pokiaľ ide o segment dlhopisov, vzhľadom na mierny, ale stabilný hospodársky rast sa zdajú byť zvlášť atraktívne podnikové dlhopisy s dobrým úverovým ratingom. Aj tu je pravdepodobne ešte priskoro na agresívnejšie umiestňovanie, napríklad v segmente dlhopisov s vysokým výnosom. V menovej oblasti nepredpokladáme žiadne významné menové výkyvy vzhľadom na pravdepodobne dostatočne synchronizovanú politiku znižovania úrokových sadzieb v menových oblastiach hlavných priemyselných krajín, hoci euro by v roku 2024 mohlo mať mierny potenciál rastu voči americkému doláru.

Podľa nášho názoru to znamená, že existuje veľa dôvodov na opatrný optimizmus investorov v novom roku. Napriek mnohým výzvam sa výhľad pre najdôležitejšie triedy aktív zdá byť konštruktívny.

**MANUELA D'ONOFRIO**, vedúca investičnej stratégie skupiny, UniCredit SpA

**PHILIP GISDAKIS**, investičný riaditeľ pre Nemecko, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

**OLIVER PRINZ**, spoluzodpovedný investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG

<sup>2</sup> Potenciálny rast sa v ekonomike definuje ako dlhodobý vývoj hrubého domáceho produktu pri optimálnom využití existujúcich kapacít.

# V centre pozornosti

## Megatrendy – čo očakávame do budúcnosti

Globálne hospodárstvo podlieha silným zmenám, ktoré označujeme ako megatrendy. Majú potenciál zásadne ovplyvniť spôsob hospodárskeho vývoja sveta, a to nielen z hľadiska priorít v politike a spoločnosti, ale aj ako hnacia sila inovácií a pretvárania obchodných modelov. Ich vplyv presahuje rámec životného štýlu a spotrebiteľských návykov súkromných domácností a má vplyv na politické rozhodnutia a podnikové stratégie. Pre našu investičnú stratégiu má mimoriadny význam sedem megatrendov, ktoré sú úzko prepojené a navzájom závislé. Majú ďalekosiahle a rôznorodé dôsledky. Ponúkajú obrovské príležitosti, ktoré určite treba využiť, ako aj riziká, ktoré je nutné správne posúdiť. Komplexnosť výziev vyplývajúcich z týchto megatrendov si vyžaduje riešenia pre podniky i spoločnosť. Sme presvedčení o tom, že v sebe skrývajú obrovský potenciál rastu, preto im postupne prispôbujeme naše tradičné portfóliá s cieľom dosiahnuť hmatateľné zlepšenie výkonnosti.

### I. VYŠŠIE DLHŠÍ ČAS – ZAMERANIE NA PODNIKOVÉ DLHOPISY V EURÁCH

Trh s pevným výnosom v roku 2023 významne formovali hlavné centrálné banky, ktoré sa pevne rozhodli pre reštriktívnu menovú politiku s cieľom vrátiť dynamiku spotrebiteľských cien na ich cieľovú úroveň. Konkrétne Federálny rezervný systém (Fed) USA zvýšil oficiálne sadzby spolu o 100 bázických bodov (bps) a Európska centrálna banka (ECB) o 150 bázických bodov. Napriek náročnému prostrediu v tomto roku dosiahli úverové nástroje s investičným stupňom (IG) kladný výsledok (3,94% od začiatku roka k 27. 11. 2023), podporený odolnosťou hospodárskeho cyklu a vytrvalým hľadaním výnosov investormi. Len v marci a v septembri až októbri trh zaznamenal fázy zníženia tolerancie rizika (risk-off), prvú v dôsledku krízy likvidity regionálnych bánk USA a záchrany Credit Suisse v Európe, čo v marci viedlo k rozšíreniu úverových spreadov, druhú pod vplyvom prudkého nárastu výnosov štátnych dlhopisov, ku ktorému došlo na jeseň.

Pri pohľade do budúcnosti zostávame pozitívni, pokiaľ ide o vysokokvalitné podnikové dlhopisy. Služba UniCredit Research na rok 2024 predpovedá mierne oživenie hospodárstva eurozóny po stagnácii rastu v druhej polovici roka 2023 a výraznom poklese inflácie. Stabilizácia rastu, zmiernenie inflácie a očakávaný koniec cyklu zvyšovania sadzieb vytvárajú ideálne prostredie pre vysokokvalitné podnikové dlhopisy. Táto trieda aktív predstavuje z hľadiska pomeru rizika a výnosu atraktívnu príležitosť, ktorá spája dobré úverové základy a neodolateľné výnosy (napríklad vysoko hodnotený segment Euro IG ponúka zaujímavé výnosy – 4,31% z 27. 11. 2023 – rovnaké ako tie, ktoré začiatkom roka 2022 ponúkal segment Euro High Yield) a zároveň ponúka odolnosť v prípade oslabenia ekonomiky.

Celkovo sa očakáva, že podnikové základy IG zostanú stabilné vďaka zdravým súvahám, lepším ziskom oproti očakávaniam, silným hotovostným zostatkom a nízkej úrovni zadlženia v porovnaní s dlhodobým priemerom. Okrem toho sa udrží silné technické pozadie, čo umožní, aby sa prémie za úverové riziko v budúcnosti pohybovali približne na tej istej úrovni. Očakáva sa, že čistá ponuka zostane po zvyšok roka nízka vďaka silnej likvidite spoločností, obmedzeným aktivitám v oblasti fúzií a akvizícií a obozretnej finančnej politike spoločností. Prílev do triedy aktív by mal zostať silný, čo by malo v nasledujúcich mesiacoch obmedziť prípadné rozširovanie rozpätia. Úverový svet s investičným stupňom predstavuje dobrú príležitosť dokonca aj pre investorov s veľmi nízkym rizikovým profilom. 1- až 3-ročný segment má atraktívny výnos do splatnosti (4,29% k 27. 11. 2023) s veľmi nízkou expozíciou voči volatilitě úrokových sadzieb (durácia na úrovni 1,9).

Sú tu však aj riziká. Očakávame, že v roku 2024 sa miera zlyhania v Európe bude zvyšovať, ale len postupne, pričom pomer by sa mal udržať hlboko pod úrovňou 4 %. V budúcnosti budú súvahy podnikov ovplyvňovať vyššie úrokové náklady. To sa bude týkať najmä titulov s vysokým výnosom, teda slabšieho segmentu trhu, kde súčasné náklady na refinancovanie niektorých spoločností presahujú 10 %. V tejto situácii by sa investori mali zamerať na schopnosť vybrať si spoločnosti so solídnymi súvahami a silnými základmi a vyhnúť sa titulom, ktoré budú čeliť obzvlášť vysokým rizikám refinancovania.

Pokiaľ ide o alokáciu odvetví, do budúcnosti naďalej zaujímame opatrnejší postoj, dávame prednosť defenzívnym odvetviam, ako sú telekomunikácie, verejné služby a zdravotníctvo, pred maloobchodom, chemickým priemyslom, cestovným ruchom a voľným časom a priemyselným tovarom.

Pokiaľ ide o finančné inštitúcie, úverové základy bánk pravdepodobne zostanú silné, pričom ich podporujú čisté úrokové výnosy, odolná kvalita aktív a vysoká kapitalizácia bankového sektora. Napriek postupnému nárastu miery zlyhania podnikových úverov a rastu nesplácaných úverov v roku 2024 zostane ziskovosť bánk pravdepodobne vysoká, najmä v porovnaní s úrovňami zaznamenanými v poslednom desaťročí.

## 1. VÝNOSY PODNIKOVÝCH DLHOPISOV V EURÁCH

● ICE BofA Euro Corporate Index



Poznámka: Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade investícií do komodít nie sú zohľadnené náklady na obstaranie a úschovu. V prípade investície v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov. Zdroj: LSEG Datastream, Investičná stratégia skupiny UniCredit. Sledované obdobie: 27. 11. 2013 – 27. 11. 2023

## II. GEOPOLITIKA: ZAMERANIE NA „NOVÉ JAPONSKO“

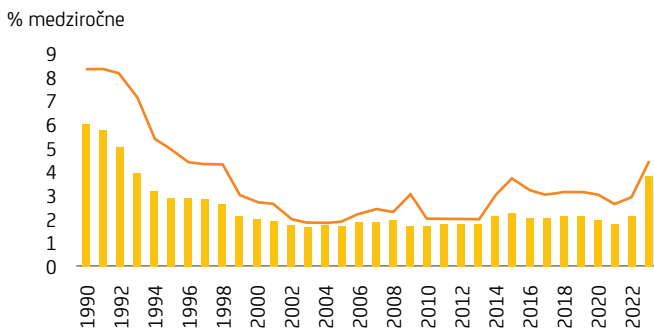
Z geopolitického hľadiska sa oblasťou, ktorá si zaslúži väčšiu pozornosť, stáva Ázia. Pokiaľ ide o znižovanie rizika v portfóliu, zahraniční investori znižujú svoje podiely v čínskych akciách vzhľadom na čoraz väčšie množstvo problémov (kríza v oblasti nehnuteľností, starnutie obyvateľstva, zhoršovanie správy a riadenia spoločností, problém politického vedenia). Z tejto zmeny umiestnenia v portfóliách zahraničných investorov jednoznačne ťaží Japonsko.

Presnejšie: „nové Japonsko“ sa dostáva z desaťročia trvajúcej fázy deflácie vďaka rastúcim mzdám a inflácii, zatiaľ čo sa zdá, že riziká reštriktívnej politiky Bank of Japan (BoJ) a prudkého posilnenia japonského jenu bude možné zvládnuť. BoJ zatiaľ len upravila svoju politiku kontroly výnosovej krivky zvýšením hornej hranice výnosov 10-ročných dlhopisov na 1 %. Ďalšími faktormi podporujúcimi investičný potenciál japonských akcií je zvýšenie ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy, ktoré podporujú intenzívnu aktivitu v oblasti spätného výkupu akcií.

## 2. JAPONSKO: RASTÚCE MZDY

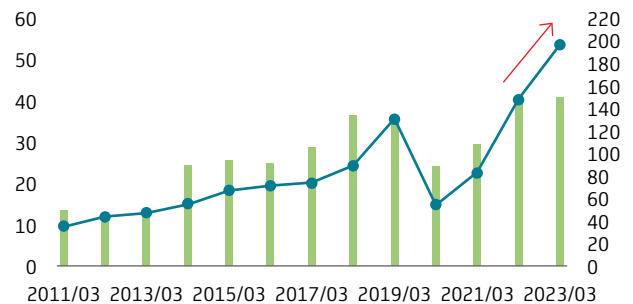
VÝSLEDOK ŠUNTŮ V ROKU 2023 PREDSTAVUJE NAJVYŠŠÍ CELKOVÝ NÁRAST MIEZD ZA POSLEDNÝCH 30 ROKOV

- Dohodnuté zvýšenie platu (celkový plat)
- Požiadavky odborovej skupiny Rengo



SÚHRNNÝ ČISTÝ PRÍJEM INDEXU TOPIX\* A POČET OZNÁMENÍ O SPÄTNOM VYKÚPENÍ AKCIÍ

- Čistý zisk v miliónoch JPY (stupnica vľavo)
- Súhrnný počet plánov spätného výkupu akcií počas výsledkovej sezóny fiškálneho roka (stupnica vpravo)



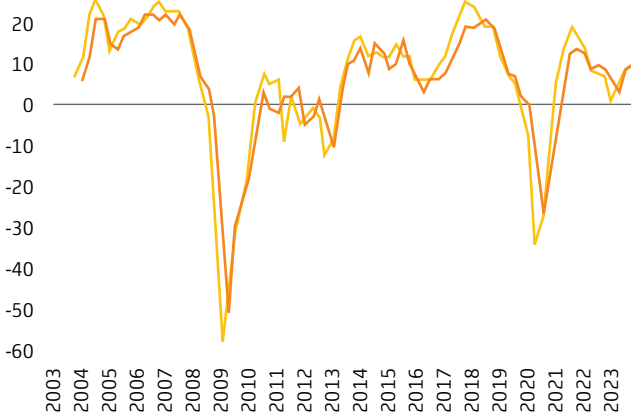
\* Založené na spoločnostiach v indexe TOPIX s fiškálnym rokom končiacim v marci. Spätné výkupy akcií súhrnne od 1. apríla do 15. mája za každý rok.  
Zdroj: Rengo, Svetová rada pre zlato, Globálny výskum BoFA, QUICK, investičná stratégia skupiny UniCredit

Dôkazy o novej priaznivejšej podnikateľskej klíme potvrdil septembrový prieskum BoJ Tankan, ktorý upozornil na zlepšujúcu sa náladu v podnikoch a silný investičný apetít.

## 3. JAPONSKO: ZLEPŠENIE PODNIKATEĽSKEJ NÁLADY

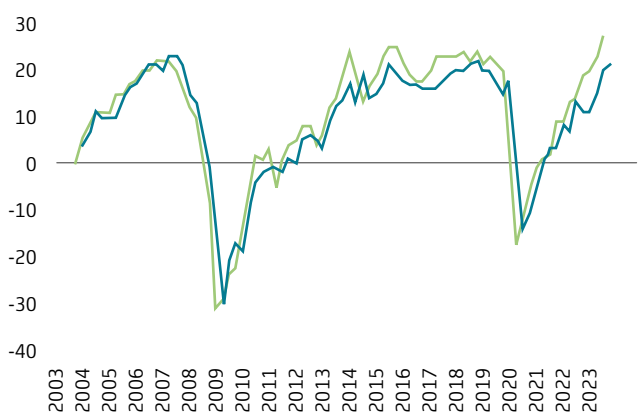
NÁLADA VÝROBCOV SA ZLEPŠOVALA 2 ŠTVRŤROKY PO SEBE

- Stav podnikov DI
- Výhľad DI



NÁLADA INÝCH SUBJEKTOV NEŽ VÝROBCOV SA ZLEPŠOVALA 6 ŠTVRŤROKOV PO SEBE

- Stav podnikov DI
- Výhľad DI



Zdroj: BoJ Tankan, BofA Global Research, september 2023

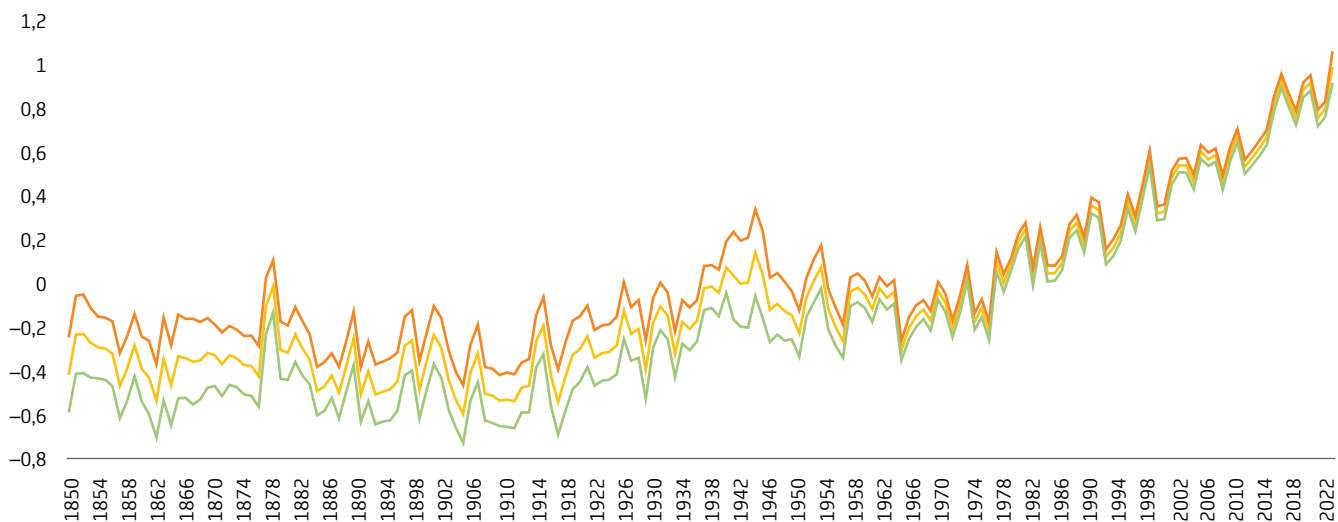
## III. ZMENA KLÍMY

Zmena klímy predstavuje výzvu bezprecedentných rozmerov a vyžaduje si koordinované úsilie na celosvetovej úrovni. Spôsobuje extrémne výkyvy počasia, zvyšovanie hladiny morí a zmenu ekosystémov. Podľa štúdií z roku 2023 bude rok 2023 zrejme najteplejším rokom od začiatku vedenia záznamov (pozri graf 4). Zmenu klímy spôsobujú rôzne faktory vrátane emisií skleníkových plynov z takých ľudských činností, ako sú spaľovanie fosílnych palív, odlesňovanie a poľnohospodárstvo. Pochopenie príčin zmeny klímy a jej zvládnutie si vyžadujú komplexné riešenia v kontexte všestrannej medzinárodnej spolupráce, keďže zmena klímy úzko súvisí s ďalšími globálnymi výzvami, ako sú chudoba, potravinová bezpečnosť a zdravie. Vplyvy zmeny klímy sú rozložené nerovnomerne a viac sa dotýkajú zvlášť zraniteľných regiónov a komunít. To vedie k sociálnej nerovnosti a nespravodlivosti (pozri tiež megatrend „Nerovnosť“).



#### 4. 2023 – NAJTEPLEJŠÍ ROK OD ZAČIATKU MERANÍ

- Odchýlka od globálnej priemernej teploty za obdobie rokov 1961 – 1990 (° Celzia)
- Horná hranica ročnej teplotnej anomálie (95 % interval spoľahlivosti)
- Dolná hranica ročnej teplotnej anomálie (95 % interval spoľahlivosti)



Poznámka: Sivé čiary predstavujú hornú a dolnú hranicu 95 % intervalu spoľahlivosti.

Zdroj: Náš svet v dátach, investičná stratégia skupiny UniCredit

Prechod na energiu z obnoviteľných zdrojov zároveň vytvára nové hospodárske odvetvia a pracovné miesta a môže ponúknuť značné investičné príležitosti. Potreba inovatívnych riešení si totiž vyžaduje zvýšené úsilie v oblasti výskumu a vývoja. Investície do ekologických technológií (ako sú solárna, veterná a vodná energia) môžu pomôcť znížiť závislosť od fosílnych palív a zrýchliť transformáciu na nízkouhlíkové hospodárstvo. Preto sa investície do podnikov, ktoré ponúkajú produkty a služby na zvýšenie energetickej účinnosti, môžu z dlhodobého hľadiska vyplatiť. S rastúcim záujmom o elektrické vozidlá sa zvyšujú aj investičné príležitosti v oblasti elektromobility. Okrem toho je pravdepodobné, že získajú na význame investície do infraštruktúry, technológií a služieb na prispôbenie sa dôsledkom zmeny klímy, ako aj investície do riešení na prekonanie nedostatku vody a jej znečistenia.

#### IV. TECHNOLOGICKÉ INOVÁCIE

Technologické inovácie nevznikajú a nevyvíjajú sa lineárne. Väčšinou sa začínajú pomaly, ale keď sa aktivujú mechanizmy spätnej väzby, ktoré umožňujú extrémne rýchle a neočakávané zmeny, rýchlo naberú exponenciálnu trajektóriu. Dôsledky tohto procesu, ktorý sa začína konvergenciou technológií, sa prenášajú nielen do všetkých odvetví hospodárstva, ale aj do celej spoločnosti.

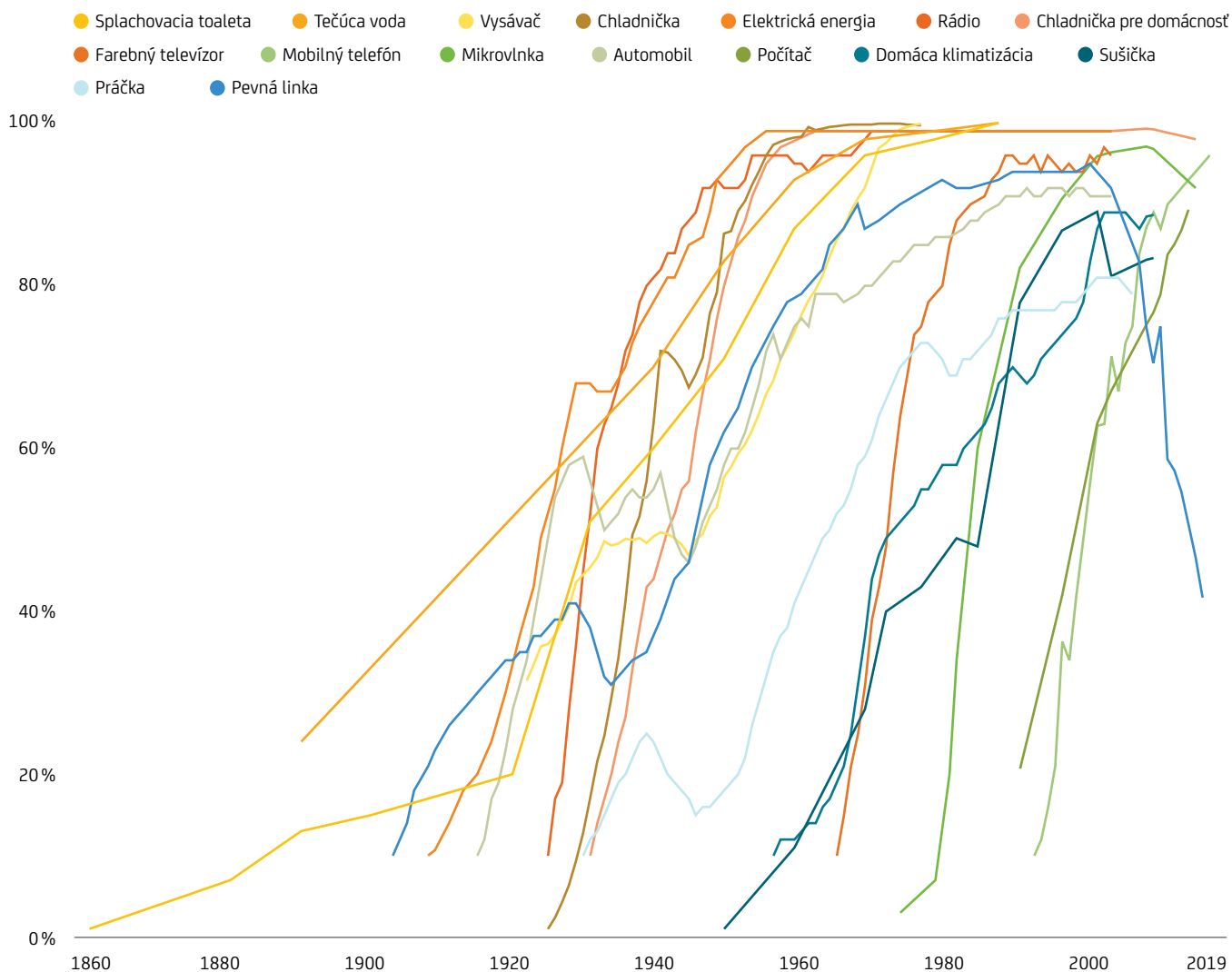
Napríklad od uvedenia smartfónu na trh v roku 2007 dosiahol predaj týchto zariadení za 10 rokov 1 bilión USD a jeho podiel na trhu presiahol 80 %. Zavádzanie smartfónov nebolo lineárne a sledovalo S-krivku, ktorú sme si v minulosti mohli všimnúť pri mnohých ďalších inovatívnych technológiách: na začiatku pomalým tempom s penetráciou na trhu 1 – 2 %, ale exponenciálne sa zrýchľuje, kým nedosiahne penetráciu približne 80 %, čo je bod, od ktorého sa začína fáza zmiernovania rastu a nasýtenia trhu. Tento jav však sprevádza ešte niečo hlbšie (nelineárne): nová technológia ovplyvňuje nielen odvetvie, z ktorého pochádza, ale aj iné odvetvia, hospodárstvo ako celok a spoločnosť ako celok. Dôvod spočíva v tom, že existuje množstvo vzájomných prepojení, nových i starých, ktoré sa aktivujú pred príchodom inovácie a po ňom. Skrátka, vzniká sieť, ktorá sa rýchlo zväčšuje, až ovplyvní každý aspekt bežného života.

Pochopenie týchto prepojení, pred a po, je mimoriadne dôležité pre porozumenie inovačnému procesu. Zdržme sa pri príklade smartfónu: prečo sa iPhone objavil práve v roku 2007? Prečo nie v roku 2005 alebo 2009? Dôvodom je skutočnosť, že stál na viacerých základných technológiách z rôznych odvetví, z ktorých každá sa musela rozvinúť do takej miery, aby bolo možné vyrobiť smartfón za 600 USD. Náklady a vlastnosti (veľkosť, hmotnosť, spoľahlivosť, funkčnosť) jednotlivých technológií museli dosiahnuť takú úroveň, aby ich spojením (technologickou konvergenciou) vznikol dostatočne dobrý výrobok, ktorý by uspokojil želania spotrebiteľov a bol pre nich cenovo dostupný. Na druhej strane, smartfón vytvoril obrovské možnosti ďaleko presahujúce úzke hranice trhu s mobilnými telefónmi. Samotný internet sa presunul z osobných počítačov do smartfónov. Úplne sa zmenili mnohé sektory, od hudby, financií, informácií, reštaurácií a vzdelávania až po cestovanie.

Smartfóny takmer úplne nahradili fotoaparáty. To isté možno povedať o prehrávačoch MP3, navigáciách GPS a herných konzolách. Transformoval sa spoločenský život, keďže smartfón prevratne zmenil spôsob komunikácie, nadväzovania priateľstiev a hľadania práce. Trh taxíkovej prepravy v mnohých krajinách, často chránený starými predpismi a licenciami, sa nedokázal chrániť inak než vlastnou transformáciou.

Tento reťazec zložitých príčinných súvislostí sa ešte neskončil. Naopak, technologická konvergencia smartfónov, cloudu a umelej inteligencie (AI) bude hnacím motorom ešte väčších zmien (podľa nášho názoru k lepšiemu) v priemysle, jednotlivých odvetviach i spoločenskom živote, čo bude mať pravdepodobne politické a finančné dôsledky.

## 5. PODIEL DOMÁCNOSTÍ V USA, KTORÉ POUŽÍVAJÚ ŠPECIFICKÉ TECHNOLOGIE

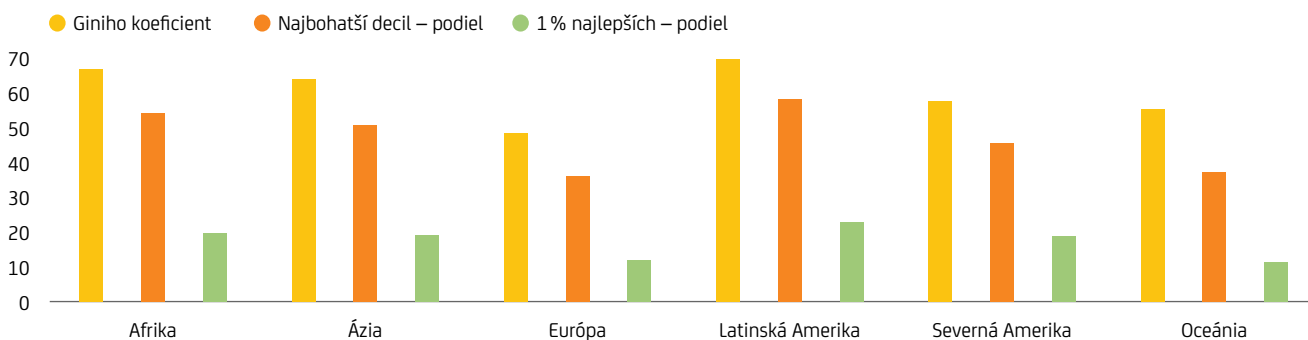


Zdroj: Náš svet v dátach, investičná stratégia skupiny UniCredit

## V. NEROVNOSŤ

Nerovnosti medzi sociálnymi skupinami, napríklad v rozdelení príjmov, či už z dôvodu rozdielneho veku, pohlavia, rasy, etnického pôvodu, migračného statusu alebo zdravotného postihnutia, sú rozšírené v priemyselných aj rozvojových krajinách. Podľa OSN viac ako 70 % svetovej populácie žije v krajinách, v ktorých sa za posledné tri desaťročia zvýšila príjmová nerovnosť. Spôsobujú ju rôzne faktory vrátane historických, hospodárskych, sociálnych i politických. Mieru nerovnosti v rozdelení príjmov, napr. v krajine alebo regióne, podľa príjmu na obyvateľa v domácnosti udáva Giniho koeficient (alebo Giniho index) (pozri graf 6). Jasne z neho vyplýva, že príjmová nerovnosť sa neobmedzuje len na určitú krajinu alebo región.

## 6. GINIHO INDEX: PRÍJMOVÁ NEROVNOSŤ SA LÍŠI V JEDNOTLIVÝCH REGIÓNOCH



Poznámka: Graf sa týka roku 2021. Giniho koeficient vyjadruje mieru relatívnej koncentrácie alebo nerovnosti a môže nadobúdať hodnotu od nula do jeden (Giniho koeficient) alebo sa môže stupňovať od 0 do 100 (Giniho index). Výpočet Giniho koeficientu je založený na tzv. Lorenzovej krivke. V prípade rovnomerného rozdelenia má Giniho koeficient nulovú hodnotu a pri koncentrácii celkového príjmu len na jednu osobu hodnotu 1. Vo všeobecnosti sa krajiny s Giniho koeficientom v rozpätí 0,50 až 0,70 (Giniho index 50 až 70) označujú ako krajiny s veľmi nerovnými príjmami a krajiny s Giniho koeficientom v rozpätí 0,20 až 0,35 (Giniho index 20 až 35) ako krajiny s relatívne rovnakými príjmami.

Zdroj: Náš svet v dátach, investičná stratégia skupiny UniCredit

V ekonomických súvislostiach nadobúda na význame podpora rozmanitosti, rovnosti a inklúzie, keďže v súčasnosti je nesporné, že spoločnosti, ktoré sa aktívne nezameriavajú na rovnosť a rozmanitosť, strácajú rozhodujúce konkurenčné výhody, najmä v čase rastúceho nedostatku kvalifikovanej pracovnej sily. Týmto spoločnostiam hrozí, že prehrajú celosvetovú súťaž o talenty a zaostanú na trhu. Inými slovami, nerovnosť a nedostatočná rozmanitosť znamenajú pre spoločnosti finančné riziko. Riešenie uvedených problémov má zároveň obrovský potenciál rastu. Investovanie do podnikov alebo projektov, ktoré pomáhajú bojovať proti nerovnosti alebo tento trend využívajú, môže ponúknuť potenciálne finančne atraktívne výnosy a mať kladný spoločenský vplyv.

## VI. ZDRAVÝ ŽIVOTNÝ ŠTÝL

Dôraz na zdravý životný štýl sa postupne zvyšuje a s príchodom pandémie sa výrazne zmenilo vnímanie a uprednostňovanie individuálnej pohody. Zdravotná kríza pôsobila ako katalyzátor, ktorý tlačí k zdravším návykom, čo sa prejavuje záujmom o výživné potraviny, častejším domácim cvičením a väčším dôrazom na duševné zdravie. Tento trend odráža kolektívne vedomie a záväzok, že investície do zdravia sú nevyhnutným predpokladom udržateľnej budúcnosti, a zvyšuje ochotu spotrebiteľov nakupovať súvisiace výrobky a služby. Starnutie populácie a vysoký dopyt po kvalitnej starostlivosti zároveň vedú k zvyšovaniu nákladov na zdravotnú starostlivosť a nútia vlády, aby zasiahli a podporili hľadanie inovátnych riešení v najdôležitejších pododvetviach, ako sú starostlivosť o diabetikov, kardiológia a ortopédia.

Nová situácia kladie dôraz na prechod od liečebného k preventívnemu prístupu a táto filozofia viedla k vývoju revolučného lieku zameraného na riešenie jedného z hlavných nepriateľov zdravotného systému: obezity.

Obezita sa v minulosti považovala za problém rozvinutých krajín zapríčinený dostupnosťou a cenovou prístupnosťou vysoko spracovaných potravín. Rýchla urbanizácia a rastúce príjmy na obyvateľa však viedli k zvýšeniu kalorickej spotreby aj v rozvíjajúcich sa krajinách, ktoré podľa odhadov v nasledujúcom desaťročí výrazne prispievajú k rozšíreniu tohto problému. Napriek úsiliu o podporu väčšej informovanosti jednotlivcov sa očakáva stúpanie celosvetovej úrovne obezity: podľa Svetového atlasu obezity bude v roku 2023 trpieť obezitou približne jedna miliarda ľudí na celom svete, do roku 2035 obezita postihne 51 % svetovej populácie vo všetkých globálnych makroregiónoch.

Tento trend zvyšuje tlak na výdavky štátnych rozpočtov na zdravotnú starostlivosť a vedie k tomu, že vývoj účinnejších liečebných postupov sa stáva prioritou v celosvetovom meradle. Náklady na zdravotnú starostlivosť predstavujú v krajinách OECD už 10 % HDP, z toho 3 % pripadajú na obezitu na celkovej úrovni a s rôznym, ale významným vplyvom vo všetkých krajinách, pričom najväčšie bremeno nesú Spojené štáty americké (pozri graf 7).

## 7. KDE OBEZITA NAJVIAC ZAŤAŽUJE ZDRAVOTNÚ STAROSTLIVOSŤ

Priemerné ročné výdavky na zdravotnú starostlivosť na obyvateľa v dôsledku obezity v rokoch 2020 – 2020

● Výdavky na obyvateľa

● % celkových výdavkov na zdravotníctvo



Zdroj: Statista, Kde obezita najviac zaťažuje zdravotnú starostlivosť, <https://www.statista.com/chart/19621/annual-health-expenditure-per-capita-due-to-obesity>  
Investičná stratégia skupiny UniCredit

Nové potreby preto prinútili niektorých významných výrobcov inzulínu, aby prekročili rámec tradičnej liečby cukrovky a vyvinuli nový liek na chudnutie s názvom semaglutid. Podnetom pre túto iniciatívu sa stalo silné spojenie medzi obezitou a rozvojom cukrovky i 200 ďalších závažných komplikácií vrátane srdcovo-cievnych ochorení a rôznych druhov rakoviny. Semaglutid pomáha znížiť východiskovú telesnú hmotnosť približne o 20 %, vďaka čomu sa znížia rizikové faktory pre pacienta a vzniká možnosť výrazného zníženia nákladov pre systémy zdravotnej starostlivosti. Len v USA sa úspory odhadujú na približne 170 miliárd USD ročne, plus početné nepriame vplyvy, ktoré ďalej prispievajú k zníženiu ekonomickej záťaže, napríklad zvýšenie produktivity.

Úspech tohto lieku umocnený nedávnymi výsledkami výskumu, podľa ktorých semaglutid vedie k 20 % zníženiu rizika srdcového infarktu, mozgovej príhody alebo úmrtia na kardiovaskulárne ochorenia, a neustále rastúca miera obezity spôsobujú, že dopyt po liekoch na zníženie hmotnosti sa v dohľadnom čase pravdepodobne nezmení. To vytvára presvedčivé investičné príležitosti, keďže sa očakáva, že globálny trh s liekmi proti obezite dosiahne do roku 2030 hodnotu 100 miliárd USD a bude rásť rýchlejšie ako HDP a priemer trhu.

## VII. INFRAŠTRUKTÚRA 2.0

Zatiaľ čo v roku 2023 boli investície do infraštruktúry znevýhodnené rastúcimi sadzbami vzhľadom na ich štatút „podobný službám“, v roku 2024 predpokladáme obrat od tejto tendencie vzhľadom na očakávanie, že okolo mája až júna hlavné centrálné banky uvoľnia úrokové sadzby.

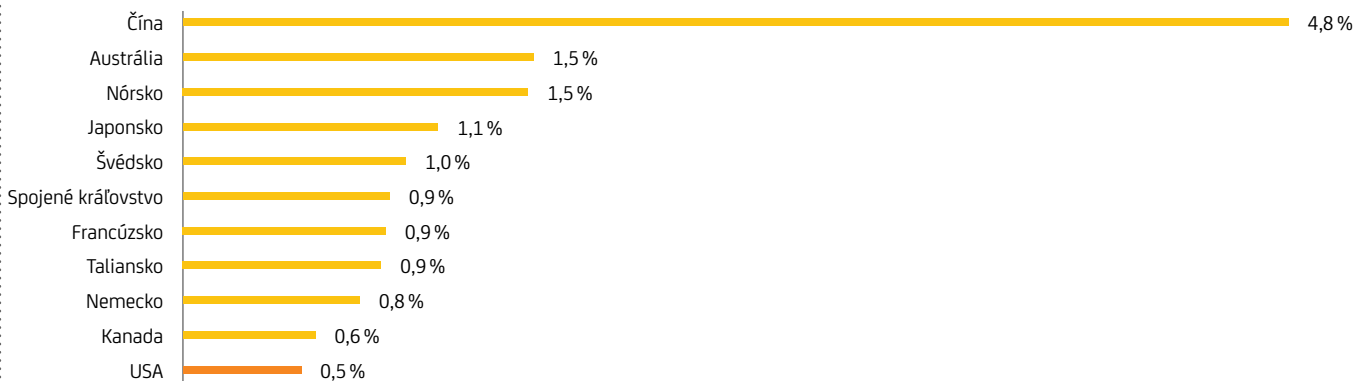
Ďalej pripomínáme dlhodobý význam témy investícií do infraštruktúry 2.0, pretože ide o „metatrend“, teda jej rast je funkčne spojený s rastom ďalších odvetví, ako sú technológie (napr. širokopásmová infraštruktúra), ochrana klímy (doprava s nízkym vplyvom na životné prostredie, elektrické siete atď.), vzdelávanie a zdravotníctvo (výstavba verejných škôl a nemocníc).

Správa OSN o cieľoch trvalo udržateľného rozvoja zdôrazňuje význam odolnej infraštruktúry. Ekonomiky s diverzifikovaným priemyselným sektorom a silnou infraštruktúrou (napr. doprava, internetové pripojenie a verejné služby) utrpeli počas pandémie menšie škody a rýchlejšie sa zotavujú.

Okrem toho vláda v USA vynakladá najväčšie federálne výdavky na infraštruktúru za posledné desaťročia, ktoré do roku 2029 dosiahnu 1,2 bilióna USD. Obnova veľmi zastaraného infraštruktúrneho systému USA zahŕňa nielen cesty, mosty, prístavy, letiská, hromadnú dopravu a železnice, ale aj vysokorychlostný internet, elektrickú sieť a zásobovanie vodou, ako aj investície do ochrany klímy.

## 8. USA INVESTUJÚ DO DOPRAVY MENEJ AKO INÉ ROZVINUTÉ KRAJINY, ČÍNA

Ročné investície do vnútrozemskej infraštruktúry ako percento HDR, vybrané krajiny

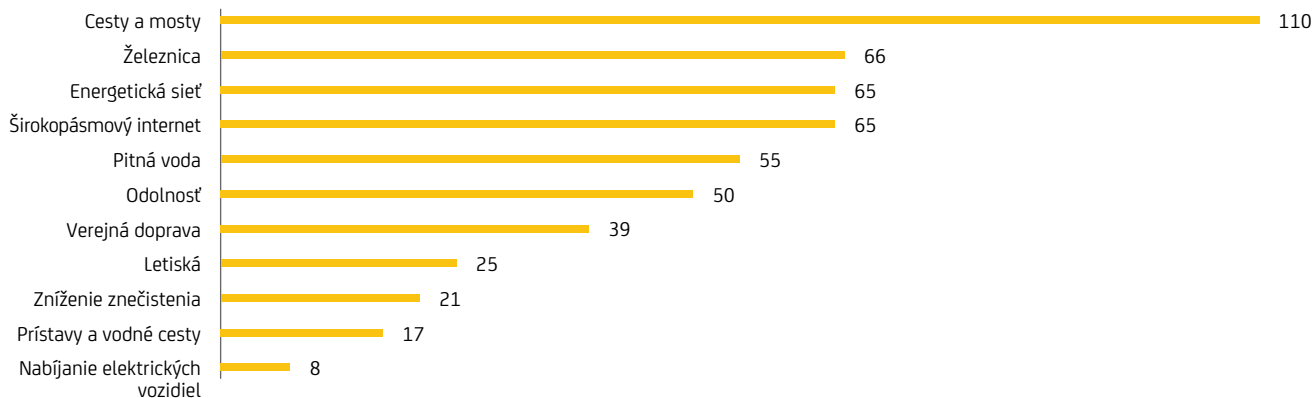


Poznámka: Údaje sú z roku 2021 alebo z posledného dostupného roku. Vnútrozemska infraštruktúra zahŕňa cesty, železnice, vnútrozemské vodné cesty, námorné prístavy a letiská. Zahŕnuté sú všetky zdroje financovania.

Zdroj: Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj

## 9. ČO SA FINANCUJE NA ZÁKLADE ZÁKONA O INFRAŠTRUKTÚRE SCHVÁLENÉHO OBOMI POLITICKÝMI STRANAMI?

Nové financovanie zahrnuté do zákona o investíciách do infraštruktúry a zamestnanosti. Údaje v miliardách USD.



Poznámka: Projekty týkajúce sa odolnosti zahŕňajú kybernetickú bezpečnosť a iniciatívy na zmiernenie zmeny klímy.

Zdroj: Stav infraštruktúry USA, Rada pre zahraničné vzťahy

# Makroekonomika a trhy

## Výhľad rastu: hladké pristátie svetovej ekonomiky

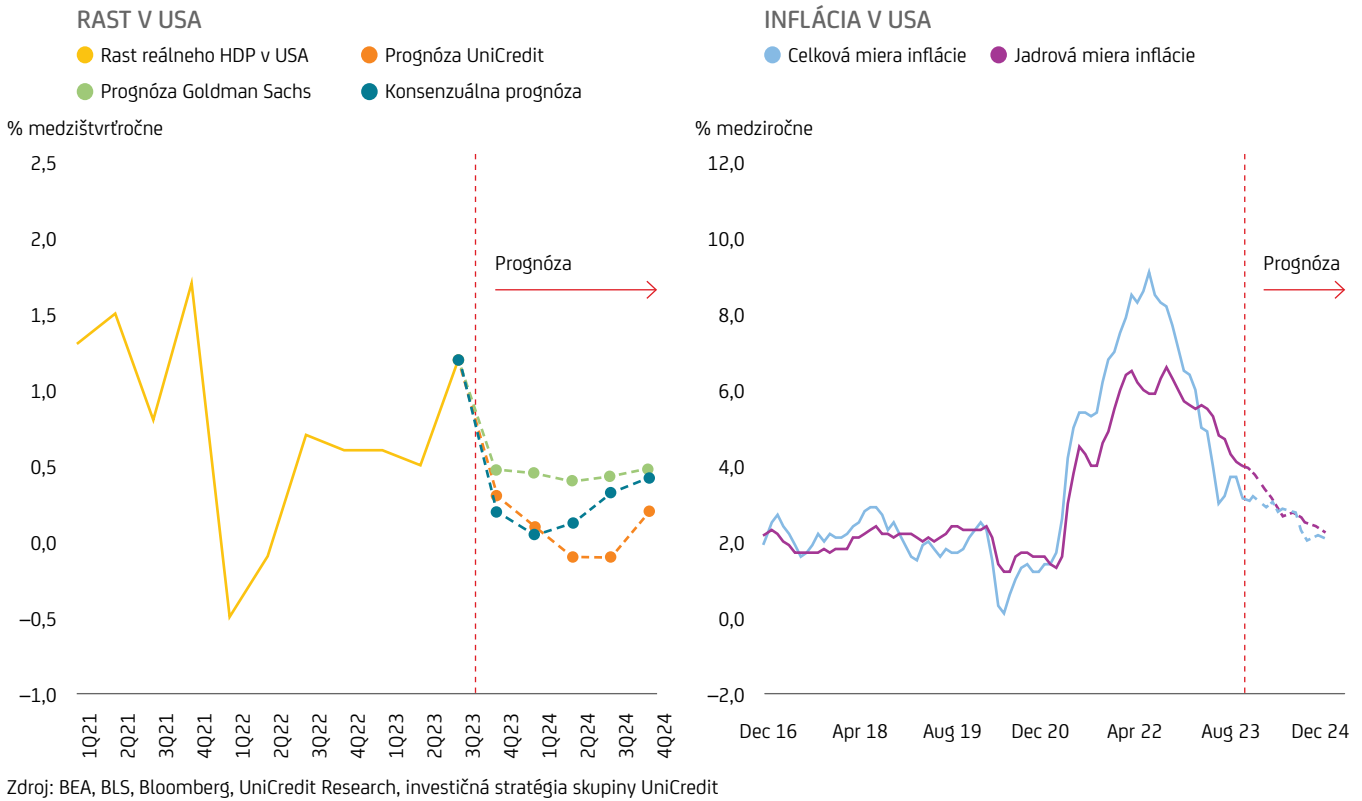
Globálny hospodársky rast sa pravdepodobne ďalej spomalí z 3,0 % v tomto roku na 2,7 % v budúcom roku, keďže zvyšovanie úrokových sadziieb centrálnymi bankami sa postupne premieta do ekonomiky, zatiaľ čo dôležité podporné faktory sa vytrácajú. Napríklad prebytok úspor súkromných domácností sa v eurozóne z veľkej časti vyčerpá a výrazne sa zmenšil aj v USA. Aj fiškálna politika bude zrejme menej priaznivá ako vlani. V Číne asi ešte nejaký čas pretrvá ekonomická slabosť vzhľadom na deflačný trh s nehnuteľnosťami a zhoršujúci sa demografický vývoj. Napriek tomu sa domnievame, že tvrdé pristátie svetovej ekonomiky nie je pravdepodobné. Bilancia domácností v súkromnom sektore zostáva pomerne solídna, očakávaný nárast nezamestnanosti bude pravdepodobne miernejší ako pri predchádzajúcich poklesoch a v globálnom obchode vidíme prvé známky možného dosiahnutia dna. Existujú však aj riziká, ktoré môžu mať negatívny vplyv. Okrem napätia globálnej geopolitickej situácie (blízkovýchodný konflikt, rusko-ukrajinský konflikt a napätie medzi Čínou a USA) zostáva nejasné, do akej miery sa v ekonomike prejaví oneskorené účinky agresívneho sprísňovania menovej politiky z posledného polroka.

### **ČAKÁ NÁS SPOMALENIE, ALE KU KONCU ROKA 2024 SA RAST PRAVDEPODOBNE ZLEPŠÍ**

V USA v rokoch 2024 aj 2025 očakávame rast hrubého domáceho produktu (HDP) o 1,0 %, ktorý by mal nadviazať na tohoročný rast o 2,4 %. Na štvrtročnej báze bude rast v budúcom roku pravdepodobne do veľkej miery stagnovať a obnoví sa v roku 2025, hoci zostane pod dlhodobým rastovým trendom. Spomalenie v budúcom roku bude zrejme spôsobené predovšetkým nižšou rezervou prebytočných úspor a oneskorenými účinkami sprísňovania menovej politiky. Je tiež nepravdepodobné, že by nejaké podporné impulzy poskytla fiškálna politika. Pokiaľ ide o infláciu, očakávame, že do konca roka 2024 klesne približne na 2 %, pričom jadrová inflácia túto úroveň dosiahne o jeden až dva štvrtroky neskôr. Vysokú úroveň jadrovej inflácie húževnato drží najmä inflácia v sektore služieb. Očakáva sa však ďalší pokrok, pokiaľ ide o dezinfláciu v sektore bývania (kde nové prenájmy naznačujú výraznú dezinfláciu oficiálneho priemerného nájomného) a infláciu v službách mimo sektora bývania. Tá bude pravdepodobne spôsobená najmä ďalším oslabením trhu práce.

Pokiaľ ide o menovú politiku, neočakávame, že by Federálny rezervný systém (Fed) ďalej zvyšoval úrokové sadzby. Ďalším krokom v oblasti úrokových sadziieb zrejme bude ich zníženie. Vzhľadom na nedávny robustný hospodársky vývoj však prvé zníženie sadziieb nečakáme skôr ako v júni 2024. Pred ich trvalým znížením sa pravdepodobne postará o to, aby jadrová inflácia trvale klesala a trh práce sa naďalej oslaboval. Vzhľadom na časové oneskorenie vplyvu menovej politiky by Fed za normálnych okolností musel konať oveľa skôr, ako inflácia dosiahne úroveň 2 %. Uviedol však, že bude prikladať väčšiu váhu skutočným ekonomickým údajom než prognostickým modelom. Podľa našich predpokladov sa sadzby znížia o 25 základných bodov (bps) na každom zasadnutí od júna do decembra 2024 a toto znižovanie bude pokračovať na každom druhom zasadnutí až do roku 2025. To by znamenalo, že cieľové rozpätie kľúčovej úrokovej sadzby by do konca roka 2025 dosiahlo 3,00 % až 3,25 %.

## 10. EKONOMIKA USA OSLABUJE, INFLÁCIA NAĎALEJ KLESÁ



Ďalšou dôležitou témou pre finančné trhy v roku 2024 budú voľby prezidenta USA. Uskutočnia sa 5. novembra 2024, rovnako ako kompletne znovuzvolenie Snemovne reprezentantov a voľby 33 zo 100 senátorov. Zatiaľ čo Demokratická strana podporuje ako svojho kandidáta súčasného prezidenta Joea Bidena, v Republikánskej strane primárky prebehnú od januára do júna. Ak v dôsledku prebiehajúcich súdnych sporov nevzniknú žiadne právne prekážky, kandidátom Republikánskej strany sa pravdepodobne stane bývalý prezident USA Donald Trump. Ešte je priskoro na zmysluplné predikovanie možného víťaza, ale prieskumy verejnej mienky v súčasnosti poukazujú na tesný náskok Donalda Trumpa pred súčasným prezidentom Joeom Bidenom. Voľby do Kongresu sú tiež spojené s vysokou mierou neistoty. Pravdepodobne budú rozhodujúce z hľadiska toho, do akej miery sa podarí realizovať program nového prezidenta. Demokrati majú v súčasnosti v Senáte väčšinu 51 ku 49 hlasom, zatiaľ čo republikáni tesne ovládajú Snemovňu reprezentantov. Nedávne prieskumy verejnej mienky naznačujú veľmi pravdepodobné rozdelenie Kongresu, pričom Senát pripadne republikánom a Snemovňa reprezentantov demokratom.

## EUROZÓNA PRAVDEPODOBNE PREKONÁ STAGNÁCIU V PRIEBEHU ROKA 2024

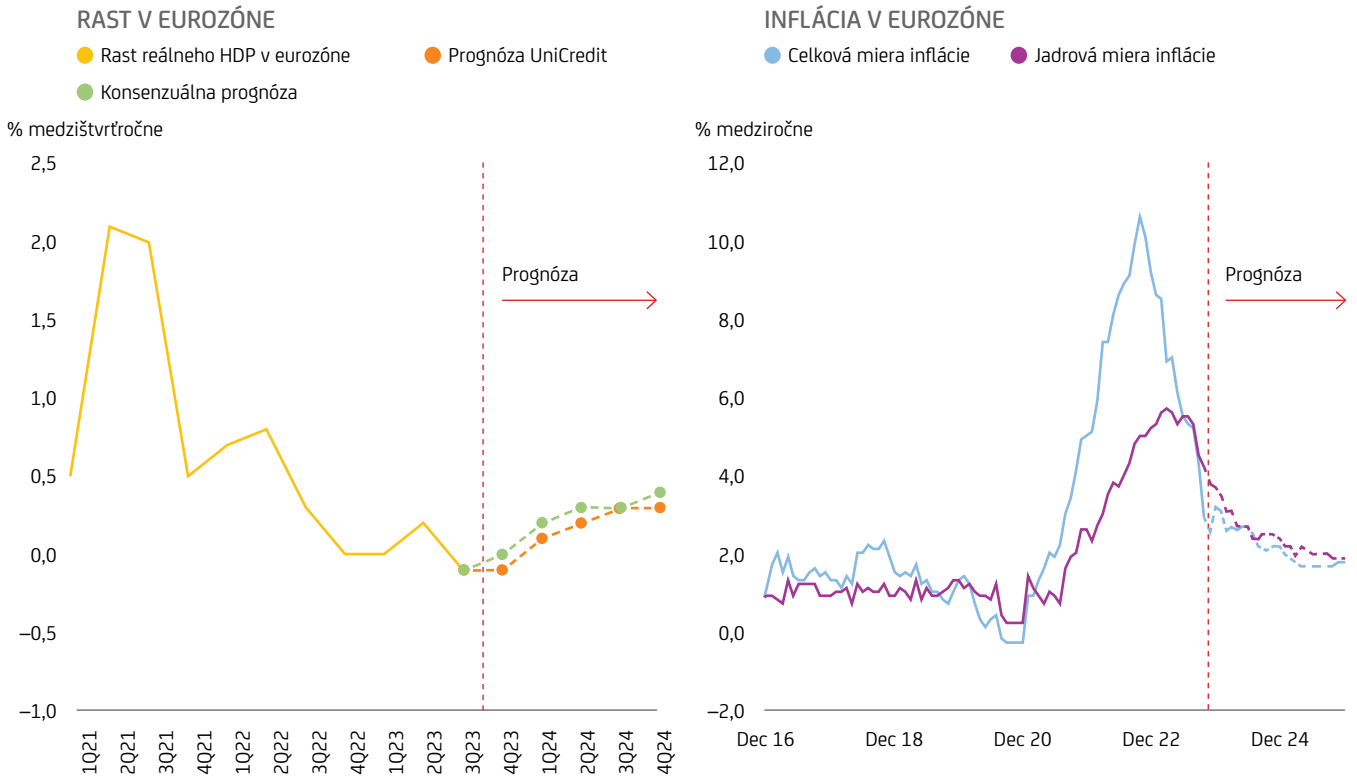
Očakávame, že hospodárstvo eurozóny v budúcom roku porastie o 0,5 %, teda rovnakým tempom ako v roku 2023, zatiaľ čo ukazovatele prieskumu naznačujú, že HDP bude vo štvrtom štvrtroku tohto roka stagnovať alebo mierne klesať. Negatívne faktory budú pravdepodobne pretrvávať aj v roku 2024, keďže Európska centrálna banka (ECB) bude pokračovať vo svojej reštriktívnej menovej politike (prínajmenšom v prvej polovici roka), zatiaľ čo prebytky úspor súkromných domácností sa do veľkej miery vyčerpali. Aj fiškálna politika bude pravdepodobne menej expanzívna ako v predchádzajúcich rokoch, čo ovplyvní spotrebu. Podporný účinok by však mala mať dezinflácia a možné oživenie svetového obchodu. Očakávame, že rast v eurozóne sa v roku 2025 opäť zrýchli na 1,2 %. Inflácia v eurozóne sa v posledných mesiacoch ďalej oslabovala vo všetkých cenových kategóriách. Najväčší vplyv na spomalenie inflácie (bez zložky cien energií) mali ceny základného spotrebného tovaru a potravín. Ceny služieb sa tiež vyvíjajú správnym smerom, hoci v dôsledku rastu miezd v tomto sektore bude ich vývoj menej pružný. Očakávame, že celková inflácia sa do konca roka 2024 priblíži k hranici 2 % a v roku 2025 klesne pod túto hranicu. Jadrová inflácia bude pravdepodobne slabnúť pomalšie a v roku 2025 dosiahne len približne 2 %.

Vzhľadom na utlmenie rastu a šírenie dezinflácie je veľmi pravdepodobné, že ECB dosiahla vrchol úrokovej sadzby. So znižovaním sadzieb by preto mala začať v budúcom roku, keď bude jasné, že rast miezd sa dostal do trvale klesajúceho trendu, ktorý je v súlade s jej 2 % inflačným cieľom.

Zdá sa, že najskorší možný termín, v ktorom by ECB mohla iniciovať obrat v úrokových sadzbách, je polovica roka 2024. V cykle uvoľňovania bude pravdepodobne pokračovať len postupne, keďže panuje veľká neistota, aká úroveň úrokových sadzieb je kompatibilná s prevažne neutrálnym **postojom**<sup>3</sup>. Predvídame štvrtročné znižovanie úrokových sadzieb zo strany ECB o 25 bázických bodov, čím by sa depozitná sadzba znížila na 3,25 % do konca roka 2024 a na 2,25 % do konca roka 2025.

<sup>3</sup>Neutrálny postoj je stupeň orientácie menovej politiky, ktorý je kompatibilný s neutrálnou úrokovou sadzbou. Neutrálna úroková sadzba je úroková sadzba, ktorá ani nestimuluje, ani neoslabuje hospodársku aktivitu a infláciu v danej krajine.

## 11. EKONOMIKA EUROZÓNY PRAVDEPODOBNE V ROKU 2024 OPĀŤ ZRÝCHLI, TREND DEZINFLÁCIE POKRAČUJE



## ČÍNA: VÝHLAD RASTU OVPLYVŇUJÚ ŠTRUKTURÁLNE FAKTORY

V Číne, v ktorej HDP toho roku rástol približne o 5,2 %, predpokladáme jeho spomalenie na 4,5 % v roku 2024 a 4,3 % v roku 2025. Znamená to síce, že Čína toho roku dosiahne svoj cieľ rastu vo výške 5 %, ale hospodárske oživenie po zrušení všetkých obmedzení súvisiacich s pandemiou bolo podstatne menej dynamické, ako mnohí očakávali. Jedným z dôvodov je neochota čínskych spotrebiteľov, ktorých dôvera klesla na najnižšiu úroveň od roku 1991. To vytvára tlak na spotrebu a očakáva sa, že bude pokračovať aj v roku 2024.

Náladu spotrebiteľov ovplyvňuje niekoľko faktorov. Po prvé, čínska vláda neoznámila žiadne komplexné daňové stimuly na podporu súkromnej spotreby. Okrem toho je približne 70 % aktív čínskych domácností viazaných v nehnuteľnostiach, čo znamená, že klesajúca hodnota nehnuteľností má negatívny vplyv na bohatstvo. Dôveru spotrebiteľov oslabuje tiež rastúca regulácia v oblasti nehnuteľností, vzdelávania a technológií. Vzhľadom na historicky vysokú mieru nezamestnanosti mladých ľudí sa hospodárska kríza dotkla najmä mladej generácie, ktorá má vysoký sklon k spotrebe. V dôsledku toho bude hospodárske oživenie v Číne pravdepodobne menej dynamické, než často bývalo v minulosti.

Zásadné spomalenie rastu bude pravdepodobne pokračovať aj v nasledujúcich rokoch, keďže v Číne stále prebieha transformácia desaťročia trvajúceho modelu rastu orientovaného na vývoz. Významné fiškálne stimulačné opatrenia vlády na posilnenie rastu nie sú na dohľad. Okrem toho je Čína zaneprázdnená znižovaním obrovskej nadbytočnej kapacity v sektore nehnuteľností, čo znamená, že veľké záchranné balíky nie sú pravdepodobné, aj keď vláda naďalej uvoľňuje podmienky likvidity pre developerov s cieľom znížiť potenciálne riziká nákazy. Napokon, súčasná kríza dôvery je čiastočne spôsobená inými štrukturálnymi faktormi, ako sú nedostatočne rozvinuté siete sociálneho zabezpečenia a dôchodkový systém, ktoré je potrebné zlepšiť prostredníctvom štrukturálnych reforiem.



## PREHLAD FINANČNÝCH TRHOV V ROKU 2023: ZISKY (V NIEKTORÝCH PRÍPADOCH VÝRAZNÉ) VO VÄČŠINE TRIED AKTÍV

Hoci sa finančné trhy v roku 2023 naďalej vyznačovali rôznymi rizikovými scenármi, po minuloročnej prudkej korekcii došlo v tomto roku k výraznému oživeniu, keďže investori začali reinvestovať prebytočné voľné finančné prostriedky.

Po dvoch po sebe nasledujúcich rokoch zápornej výkonnosti dokázala veľká časť sektora nástrojov s pevným príjmom v tomto roku dosiahnuť kladné výnosy, a to napriek tomu, že hlavné západné centrálné banky v roku 2023 naďalej výrazne sprísňovali svoju menovú politiku s cieľom stabilizovať inflačné očakávania. Účastníci trhu dlho podceňovali pretrvávajúcu reštriktívnu menovú politiku väčšiny centrálnych bánk, ktorá spôsobila, že výnosy dlhopisov na začiatku štvrtého štvrťroka dočasne vzrástli na dlhodobé rekordné úrovne (pozri graf 12). Už niekoľko týždňov však opäť prevažujú očakávania zníženia úrokových sadzieb, čo spôsobuje pokles výnosov.

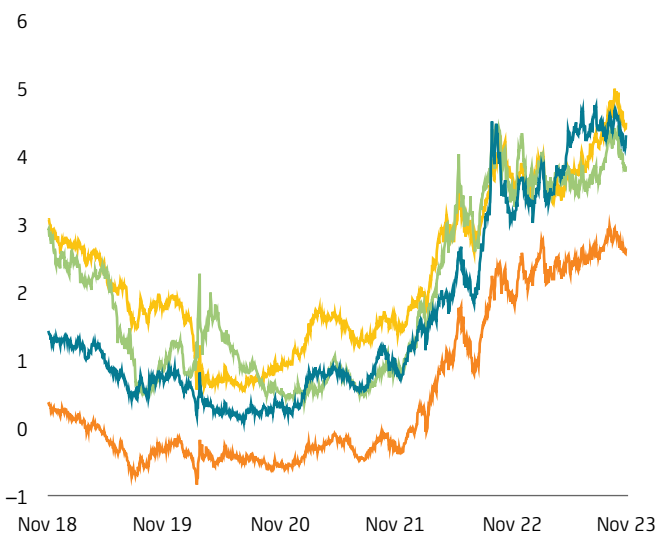
Hoci výkonnosť akcií bola v roku 2023 veľmi volatilná, s dočasnými stratami v dvojčífernom pásme, v konečnom dôsledku bola prevažne príjemná. Turbulencie v americkom regionálnom bankovom sektore a kríza Credit Suisse na jar spočiatku viedli k výrazným stratám hodnoty. K lepšiemu výkonu akcií USA počas celého roka prispelo najmä „sedem statočných“<sup>44</sup> – medializácia umelej inteligencie výrazne zvýšila ceny technologických akcií. Výkonnosť širšieho trhu (v USA) však bola celkovo menej pôsobivá. Na druhej strane, akcie rozvíjajúcich sa trhov zaostávali za európskymi akciami aj v dôsledku dočasného výpredaja čínskych akcií. Japonské akcie pozitívne prekvapili a sú na vzostupe. V konečnom dôsledku je pravdepodobné, že väčšina akciových indexov ukončí rok so ziskom, ktorý je v niektorých prípadoch dvojčíferný (pozri graf 12).

<sup>44</sup>Ide o sedem významných amerických spoločností Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia a Tesla.

### 12. 2023 ROK OŽIVENIA, NAJMÄ NA AKCIOVÝCH TRHOCH

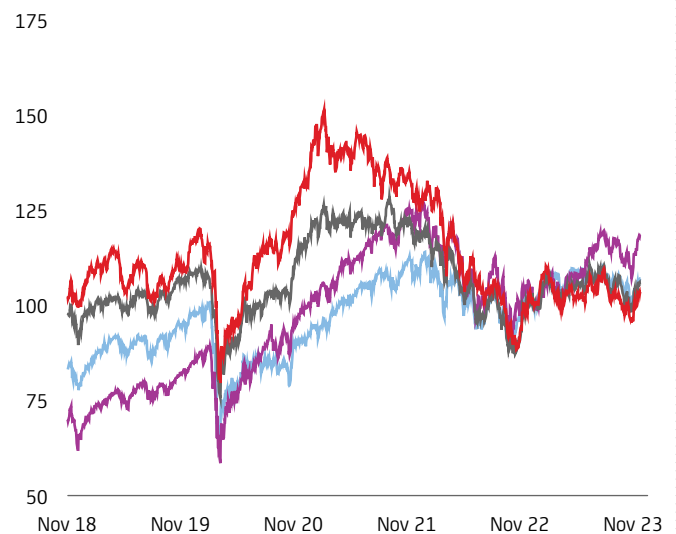
#### VÝNOSY 10-ROČNÝCH ŠTÁTNYCH DLHOPISOV (V %)

USA Nemecko Taliansko UK



#### CENOVÉ INDEXY MSCI (INDEXOVANÉ, 1. 1. 2023 = 100)

Európa (v EUR) Severná Amerika (v USD)  
Tichomorie (jedn. krajiny, v USD) Rozvíjajúce sa trhy (v USD)



Poznámka: Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. Ako referencia pre výnosový potenciál syntetického dlhopisu sa používa „najvhodnejší“ reálny (skutočný) štátny dlhopis v príslušnom čase. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platby úrokov sú obsluhované a splatené v súlade so zmluvnými podmienkami a dlhopis sa drží do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Indexy alebo syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, preto nezahŕňajú žiadne náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Pri investíciách v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov. Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 25. 11. 2018 – 25. 11. 2023

Zatiaľ čo americký dolár v tomto roku veľmi citlivo reagoval na dynamiku výnosov štátnych dlhopisov USA, rozdielne vyhladky rastu a očakávania úrokových sadzieb v eurozóne a USA, ako aj geopolitická neistota zaťažili euro voči doláru (pozri graf 13) a euro v poslednom čase opäť oslabilo.

Pokiaľ ide o komodity, s výnimkou drahých kovov po dvoch solídnych rokoch v tomto roku stratili. Dlhotrvejúca neistota v súvislosti s budúcou politikou úrokových sadzieb prispela k volatilita a zníženie produkcie zo strany krajín OPEC+ dokázalo podporiť ceny ropy len dočasne (pozri graf 13). Pokles cien komodít a zníženie svetového dopytu po rope však mali pozitívny vplyv na dezinfláciu výrobných a spotrebiteľských cien. V prípade zemného plynu bol prudký pokles referenčných cien TTF od leta 2022 (pozri graf 13) spôsobený predovšetkým (nižším) dopytom.

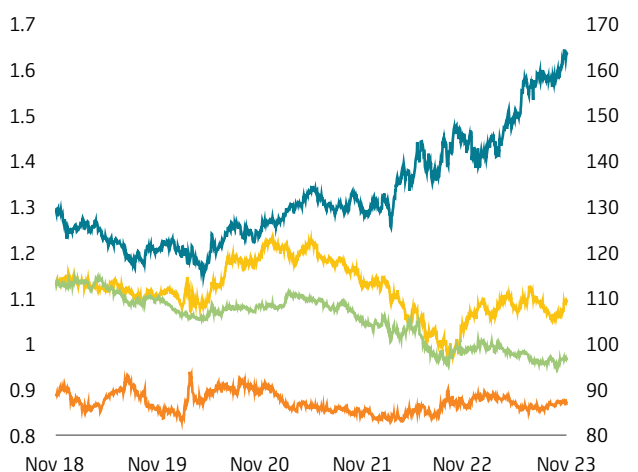
Volatilita cien sa v posledných mesiacoch zvýšila v dôsledku viacerých prekrývajúcich sa faktorov vrátane mimoriadnych údržbových prác na plynových zariadeniach v Nórsku, štrajkov na termináloch LNG v Austrálii, vojny medzi Izraelom a Hamasom a sabotáže na plynovode medzi Fínskom a Estónskom.

Z turbulencií v bankovom sektore (v USA a Švajčiarsku) v roku 2023 dočasne profitovalo zlato, ktorého ceny sa na krátky čas vyšplhali nad hranicu 2 000 USD za trójsku uncu. Neúročený drahý kov však dlho zaťažoval prudký nárast úrokových sadzieb, a tým aj amerických výnosov. Od teroristického útoku Hamasu na Izrael však zlato opäť rastie (pozri graf 13).

### 13. KOMODITY ZAŤAŽENÉ CYKLICKÝMI PROTIVETRAMI

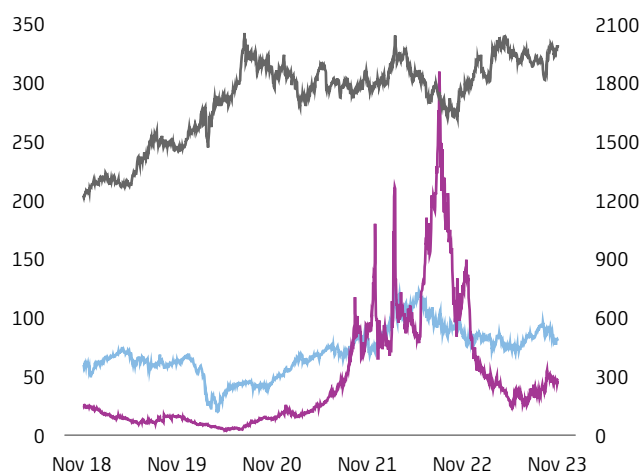
#### VÝMENNÉ KURZY

● EUR-USD ● EUR-GBP ● EUR-CHF ● EUR-YEN (RS)



#### VÝVOJ CIEN ZEMNÉHO PLYNU, ROPY A ZLATA

● Ropa (barel Brent, v USD) ● Zlato (unca čistého zlata, v USD, RS)  
● Zemný plyn, forwardový index TTF (v EUR/MWh)



Poznámka: Minulé výkony, simulácie a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. Pri investovaní do mien alebo komodít nie sú zohľadnené náklady na obstaranie a úschovu. Pri investíciách v cudzej mene môžu výnosy stúpať alebo klesať aj v dôsledku menových výkyvov.

Zdroj: Bloomberg, investičná stratégia skupiny UniCredit, sledované obdobie: 25. 11. 2018 – 25. 11. 2023

## VÝHLAD FINANČNÝCH TRHOV NA ROK 2024: STREDNODOBÉ OČAKÁVANIA RIZIKA A VÝNOSU SA ZLEPŠILI

Strednodobé očakávania rizika a výnosu sa v porovnaní s poslednými rokmi výrazne zlepšili vďaka najvyšším výnosom dlhopisov za viac ako 10 rokov a o niečo priaznivejšiemu oceneniu akcií. V tejto súvislosti sa očakáva, že výkonnosť dlhopisov aj akcií bude v nadchádzajúcom roku konštruktívna, hoci nemožno vylúčiť významné zdroje rizika. Účinky sprísňovania menovej politiky sa ešte len naplno prejavujú, pričom k celkovému krehkému naladeniu okrem geopolitického napätia pravdepodobne prispievajú aj obavy z recesie a zvýšené riziká refinancovania.

Cenné papiere s pevným výnosom by mali v roku 2024 zamieriť do pokojnejších vôd a štátne dlhopisy by mali priniesť kladné výnosy, keďže kľúčové úrokové sadzby v hlavných ekonomikách by momentálne mali kulminovať. V dôsledku toho predpokladáme, že výnosy dlhopisov na budúci rok klesnú a inverzia výnosovej krivky sa zníži, keďže centrálné banky pravdepodobne začnú v polovici roka znižovať úrokové sadzby. Výnosy však zrejme zostanú veľmi citlivé na prichádzajúce makroekonomické údaje. Dvojročné výnosy by mohli do konca budúceho roka klesnúť k 4% (štátne cenné papiere USA) alebo výrazne pod 3% (Bund). Klesajúci trend vidíme aj v prípade dlhého konca výnosov, hoci jeho rozsah sa dá ťažšie odhadnúť a pravdepodobne bude menej výrazný. V každom prípade sa zdá, že určitá miera opatrnosti v súvislosti s možným poklesom dlhodobých výnosov v nasledujúcich štvrtrokoch je namieste. Jedným z rizík je najmä to, že v rozpore s očakávaniami sa inflácia bude naďalej húževnato držať na vysokej úrovni a znižovanie úrokových sadzieb by sa tak mohlo oddialiť, čo by znamenalo, že na dlhom konci možno očakávať opätovný rast výnosov. Naopak, keby reštriktívna menová politika viedla k oveľa výraznejšiemu spomaleniu rastu, než sa očakávalo, a centrálné banky by (museli) agresívnejšie znížiť úrokové sadzby, mohlo by to viesť k výraznejšiemu rally, najmä na krátkom konci.

Pokiaľ ide o akcie, trhové prostredie sa v budúcom roku bude zrejme vyznačovať pomerne nízkym rastom podnikových ziskov, hoci odhady ziskov na nasledujúcich 12 mesiacov sa stále držia blízko svojich historických maxím. V dôsledku toho sa domnievame, že potenciál opätovného rastu ocenení v roku 2024 sa zakladá menej na raste ziskov a viac na vývoji úrokových sadzieb, ktoré

by mali kulminovať. Ak budú výnosy dlhopisov podľa predpokladov v priebehu roka postupne klesať, bude to mať pozitívny vplyv na ocenenie (pomer ceny a zisku, resp. P/E), keďže budúce zisky podnikov budú diskontované nižšou úrokovou sadzbou. Akcie pravdepodobne ponúknu ďalší potenciál rastu, najmä ak sa v roku 2025 vyjasní trend znižovania výnosov a náznaky hospodárskej stabilizácie. Preto sa nezdá byť vylúčené, že ceny akcií v eurozóne by mohli v nadchádzajúcom roku zaznamenať dvojciferný rast. V USA by mohol byť potenciál rastu ešte o niečo vyšší vzhľadom na všeobecne vyššiu citlivosť na úrokové sadzby z dôvodu technologicky náročnej priemyselnej štruktúry. Výraznejšia hospodárska citlivosť európskej ekonomiky by v roku 2024 mohla stále pôsobiť ako tlmiaci faktor v porovnaní s USA.

Podľa nášho názoru by očakávaný začiatok cyklu uvoľňovania zo strany Fedu mal mať v roku 2024 len mierne negatívny vplyv na americký dolár. Rozdielny rast v USA a eurozóne by mal tiež spomaliť prípadné rally eura voči kľúčovej mene USA. Napriek tomu vidíme v tomto prostredí ďalší mierny potenciál pre zhodnocovanie eura voči americkému doláru. Pokiaľ si však Fed udrží svoj súčasný reštriktívny postoj dlhšie, ako sa očakáva, alebo keby ECB pristúpila k skoršiemu a výraznejšiemu zníženiu úrokových sadzieb, určite by to malo na euro citelný negatívny vplyv.

V novom roku by ropa mohla ťažiť zo zrýchlenia globálneho hospodárskeho rastu v druhej polovici roka. Predpokladáme, že konflikt medzi Izraelom a Hamasom sa nerozšíri za lokálne hranice, a teda naďalej výrazne neovplyvní trh s ropou. Keby sa však situácia vyostрила a zasiahli by ďalší regionálni hráči (najmä Irán), pravdepodobne by to viedlo k výraznému skoku cien ropy Brent. V takej situácii však krajiny OPEC zrejme zakročia a prijmú stabilizačné opatrenia. Výhľad dopytu po zemnom plyne bude zrejme naďalej ovplyvnený niekoľkými faktormi, napríklad anomáliami počasia. Podľa prognóz agentúry EÚ Copernicus sa očakáva, že zimná sezóna 2023/2024 bude v Európe teplejšia a vlhkejšia ako priemer, a to v dôsledku poveternostného javu El Nino. Vzhľadom na zníženie výrobných kapacít v energeticky náročných odvetviach, pokračujúce zvyšovanie energetickej účinnosti a rastúci význam obnoviteľných zdrojov energie zostane európsky dopyt po plyne v roku 2024 pravdepodobne výrazne pod úrovňou pred vypuknutia vojny na Ukrajine. Okrem toho tento rok sú zásobníky zemného plynu pred zimou úplne plné.

Očakávané zníženie úrokových sadzieb v nadchádzajúcom roku by mohlo podporiť vývoj ceny zlata. Bez ohľadu na to môže byť drahý kov vždy užitočný ako doplnok portfólia z hľadiska diverzifikácie rizika a vzhľadom na početné (potenciálne) problémové miesta sa môže stať dôležitou a stabilnou zložkou aktív.

# Alokácia aktív – ako spravujeme náš mandát portfólia

Aktívum		Skupina investícií	Investičný výhľad		
			Nízka váha	Neutrálny	Vysoká váha
Hlavné triedy aktív		Globálne akcie	○	●	○
		Globálne dlhopisy	○	○	●
		Peňažné trhy	●	○	○
		Alternatívy	○	●	○
Hlavné triedy aktív podrobne	Akcie	USA	○	●	○
		Európa	○	●	○
		Tichomorie (RT <sup>1</sup> )	○	○	●
		Rozvíjajúce sa trhy	○	●	○
	Dlhopisy	Štátne dlhopisy EMÚ	○	●	○
		Štátne dlhopisy mimo EMÚ	○	●	○
		Podnikové dlhopisy s investičným stupňom EUR	○	○	●
		Podnikové dlhopisy s vysokým výnosom	●	○	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (tvrdá mena)	○	●	○
		Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov (miestna mena)	○	○	●
	Komodity	Ropa	○	●	○
		Zlato	○	●	○

<sup>1</sup> RT= Rozvinuté trhy (Austrália, Japonsko, Hongkong, Nový Zéland, Singapur)

# Investičná stratégia skupiny UniCredit – postoje k alokácii aktív

## NEUTRÁLNY KU GLOBÁLNYM AKCIÁM

Akcie vykazujú odolnosť, pretože investori sú presvedčení, že sa podarí vyhnúť tvrdému prístátiu a že centrálné banky by mohli do polovice roka 2024 začať cykly uvoľňovania. Negatívny oneskorený účinok vyšších úrokových sadzieb sa však v ekonomike ešte len naplno prejaví a spotreba sa pravdepodobne dostane pod tlak, keďže nadmerné úspory sa znižujú a trh práce sa ochladzuje.

## NEUTRÁLNY K EURÓPSKYM AKCIÁM

Oslabenie makroekonomickej hybnej sily s úverovým impulzom blížiacim sa k minimám globálnej finančnej krízy. Trh práce však zostáva stabilný a klesajúca inflácia zvýši reálny príjem. Európske akcie ponúkajú dobré príležitosti pre investorov, ktorí sa zameriavajú na hodnotu a kvalitu.

## NEUTRÁLNY K AKCIÁM USA

Podporuje ho silná ekonomika a ziskové výsledky, ale ocenenia sú vysoké a koncentrácia spoločností s najvyššou trhovou kapitalizáciou v indexe S&P 500 je extrémna.

## NEUTRÁLNY K AKCIÁM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV

Pokiaľ ide o rozvíjajúce sa trhy, HDP Číny bol v 3. štvrtroku 2023 vyšší ako konsenzus vďaka cieľovým fiškálnym stimulom, rastie však napätie v sektore nehnuteľností. V Latinskej Amerike sa svetlým bodom stáva Brazília vďaka očakávaniam zníženia sadzieb, keďže inflácia klesá a pravdepodobne budú prijaté fiškálne reformy. Celkovo sú ocenenia pre akcie rozvíjajúcich sa trhov lacné. Dôrazne sa odporúča selektívnosť krajín a sektorov rozvíjajúcich sa trhov.

## POZITÍVNY K AKCIÁM TICHOMORIA

Rast miezd a rastúca inflácia – vzhľadom na to, že BoJ má zostať naďalej expanzívna – sú pozitívnymi faktormi pre Japonsko, ktoré sa dostáva z dlhej fázy deflácie. Okrem toho nárast ziskov podnikov a reforma tokijskej burzy podporujú intenzívny spätný výkup akcií.

## POZITÍVNY Z NEUTRÁLNEHO KU GLOBÁLNYM DLHOPISOM

Zvýšili sme stupeň globálnych dlhopisov z neutrálnej pozície na vysokú váhu, keďže predstavujú atraktívny rizikovo-výnosový profil. Oslabenie rastu a ochladenie inflácie podporuje našu preferenciu „vysokokvalitných dlhopisov“, ako sú podnikové a štátne dlhopisy s investičným stupňom v eurách.

## ZVÝŠENIE VÁHY K EUROVÝM PODNIKOVÝM DLHOPISOM S INVESTIČNÝM STUPŇOM

Tento postoj podporuje odolnosť hospodárskeho cyklu a vytrvalé hľadanie výnosov investormi. Celkovo sa očakáva, že podnikové základy IG zostanú stabilné vďaka zdravým súvahám, lepším ziskom oproti očakávaniam, silným hotovostným zostatkom a nízkej úrovni zadlženia v porovnaní s dlhodobým priemerom.

## NEGATÍVNY K PODNIKOVÝM DLHOPISOM S VYSOKÝM VÝNOSOM

Rozpätia v tejto triede aktív ešte plne nezohľadňujú zásadné hospodárske spomalenie, najmä v USA, v dôsledku prísnejších podmienok poskytovania úverov. Táto trieda aktív je tiež relatívne menej likvidná.

## NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM EMÚ

Slabnúca makroekonomická situácia, ochladzovanie inflácie a očakávané zníženie sadzieb zo strany ECB približne v polovici roka 2024 nás vedú k čoraz konštruktívnejšiemu pohľadu na túto triedu aktív. Zvažujeme tiež postupné zvyšovanie durácie vzhľadom na to, že inflácia vykazuje – okrem určitého nepriaznivého bázičného efektu v krátkodobom horizonte – klesajúci trend.

## NEUTRÁLNY K ŠTÁTNYM DLHOPISOM MIMO EMÚ

Podporujú ho očakávania klesajúcej inflácie a uvoľňovania Fedu približne v polovici budúceho roka.

## NEUTRÁLNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V TVRDEJ MENE

Zaujímavé výsledky, ale radšej sa zameriavame na „vysokokvalitné dlhopisy“. Zostávame defenzívni a selektívni a vyhýbame sa krajinám s vysokým zahraničným dlhom a deficitom bežného účtu.

## POZITÍVNY K DLHOPISOM ROZVÍJAJÚCICH SA TRHOV V MIESTNEJ MENE

Podporujú ho očakávania uvoľňovania Fedu približne v polovici budúceho roka a oslabovanie amerického dolára. Klesajúca inflácia v Latinskej Amerike otvára priestor pre výrazné uvoľnenie centrálnych bánk.

## NEGATÍVNY Z NEUTRÁLNEHO NA PEŇAŽNÝCH TRHOCH

Zaujímavé výnosy, ale vzhľadom na očakávania, že Fed a ECB začnú okolo polovice roka 2024 svoje cykly uvoľňovania, uprednostňujeme investície do tried aktív s pevným výnosom, ako sú štátne dlhopisy a eurové podnikové dlhopisy s investičným stupňom.

## NEUTRÁLNY K ALTERNATÍVAM

Ponúkajú portfóliám príležitosti na dekoreláciu, zatiaľ čo reálne aktíva ťažia zo svojej úlohy zabezpečenia proti inflácii.

## NEUTRÁLNY KU KOMODITÁM

Očakávame vyváženejší trh s ropou a vidíme nízke riziko výraznej a rozsiahlej eskalácie konfliktu medzi Izraelom a Hamasom.

## NEUTRÁLNY K ZLATU

Podporujú ho očakávania nižších úrokových sadzieb a oslabenie amerického dolára.

## MENY

Očakávame mierne oslabenie amerického dolára. Fed pravdepodobne zníži sadzby v rokoch 2024 a 2025, ale pomalý rast mimo USA a možné začatie cyklov uvoľňovania zo strany iných významných centrálnych bánk obmedzia pokles amerického dolára.

# Stĺpčeky

Miestni investiční riaditelia v dialógu s klientmi

## Odpovede z Talianska

### AKÝ JE VÁŠ NÁZOR NA AMERICKÝ DOLÁR V ROKU 2024?

Naša investičná filozofia sa okrem niekoľkých kľúčových zásad zameriava na vytváranie portfólií s globálnym geografickým rozsahom. Tak vzniká potenciál na dosiahnutie primeranej úrovne diverzifikácie a zároveň zachytenie najlepších investičných príležitostí na celom svete.

Znamená to tiež, že naše portfóliá zaujímajú pozície v zahraničných menách, napríklad v dôsledku investícií na akciovom trhu USA alebo v dlhopisoch krajín s rozvíjajúcimi sa trhmi. Vzhľadom na širokú škálu dostupných nástrojov, najmä ak sa tieto investície realizujú vo fondoch alebo ETF, je možné vybrať si, či sa nástroje použijú v iných ako menových hedžingových triedach akcií alebo v menových hedžingových triedach akcií. Ide teda o aktívnu voľbu, ktorá môže mať významný vplyv aj na výnosnosť pozície a portfólia ako celku. V skutočnosti je dôležité nezabúdať, že menové riziko je riziko, na ktoré sa obvykle sústreďuje najväčšia pozornosť.

Predstavte si napríklad, že zostavíte portfólio 50 rovnako vážených nástrojov v USD a priradíte im celkovú váhu 30%. Výsledok portfólia bude závisieť od pohybu 50 rôznych cien, z ktorých každá bude mať vplyv rovných 0,6%. Okrem toho sa prejaví aj vplyv amerického dolára, ten však bude mať váhu 30%! Preto dobre rozumieme tomu, do akej miery treba zvažovať aj tieto voľby. Je preto užitočné pozrieť sa na vyhladky amerického dolára, ktorý sa počas roka pohyboval v pásme 1,05 – 1,12 a po vstupe do nového roka na úrovni 1,06 sa chystá zaznamenať miernu stratu a v súčasnosti sa kótuje okolo 1,09.

V roku 2023 Fed agresívne zvýšil sadzby a znížil svoju bilanciu o približne 2 000 miliárd USD. Ekonomika USA sa spomedzi vyspelých krajín držala najlepšie, ale v priebehu roka, žiaľ, došlo k rôznym dramatickým udalostiam finančného (krachy bánk) alebo geopolitického charakteru (útok Hamasu na Izrael). Všetky tieto faktory mali teoreticky podporiť americký dolár, ale spôsobili len jeho dočasné zhodnotenie voči euru. Očividne teda pôsobia ďalšie základné protichodné sily, ktoré tlačia na oslabenie amerického dolára. Pokúsme sa zanalyzovať, o aké sily by mohlo ísť.

USA sa nachádzajú v makroekonomickej situácii, ktorá sa definuje ako dvojitý deficit. Deficit štátneho rozpočtu v roku 2023 sa rovná 8,2% a v roku 2024 sa očakáva na úrovni 7,4%. V oboch prípadoch je teda viac ako dvojnásobne vyšší než deficit v eurozóne. V prípade salda bežného účtu sa však deficit v roku 2023 rovná 3% a v roku 2024 sa očakáva na úrovni 2,7%. Na druhej strane eurozóna vykazuje prebytok bežného účtu vzhľadom na exportné zameranie jej hlavných ekonomík. Tieto deficity znamenajú neustály a značný tok dolárov, ktoré opúšťajú hospodárstvo USA a ktoré získavajú zahraničné hospodárske subjekty. Tie sa môžu rozhodnúť nakupovať akcie na amerických burzách a štátne cenné papiere USA, čím vytvárajú protiprúd udržiavajúci hodnotu dolára na konštantnej úrovni. Tento mechanizmus však zjavne nie je v rovnováhe a prevládajúcim základným pohybom je výpredaj USD v prospech iných mien. Uvedený jav je pravdepodobne podmienený aj snahou najvýznamnejších centrálnych bánk rozvíjajúcich sa krajín (Čína, Brazília, India, Južná Afrika) diverzifikovať svoje menové rezervy, tradične držané v dolároch, v geopolitickej situácii, ktorá sa vyznačuje rastúcou opozíciou voči hegemonii USA. Nie je veľa mien, ktoré sa môžu prispôbiť týmto tokom vzhľadom na to, že sú potrebné veľké, diverzifikované kapitálové trhy s veľkou likviditou a veľkou spoľahlivosťou. Takýto charakter majú finančné trhy eurozóny.

Prvky, ktoré sme predstavili vyššie, budú naďalej ovplyvňovať výmenný kurz EUR – USD s dodatočným faktorom slabosti dolára. Domnievame sa totiž, že v priebehu roka 2024 má Fed priestor na to, aby od druhého štvrťroka znižoval sadzby agresívnejšie než ECB, čím by sa rozdiel krátkodobých úrokových sadzieb znížil zo súčasných 150 bázických bodov (5,5 % FED – 4 % ECB) na približne 100 bázických bodov na konci roka 2024 (4,25 % FED – 3,25 % ECB). Okrem toho, keďže táto úroveň určuje aj náklady na zaistenie menového rizika pre domácich investorov, ktorí nakupujú nástroje denominované v amerických dolároch, jej pokles pravdepodobne zaistenie zatriktívni.

Na doplnenie našej analýzy však nesmieme nespomenúť charakteristické správanie amerického dolára, ktorý má tendenciu posilňovať v rámci korekčných fáz na amerických akciových trhoch. V skutočnosti sa v roku 2023 obdobie posilňovania dolára do veľkej miery zhodovalo s pohybom akciových trhov smerom nadol od konca júla do konca októbra.

Na záver možno konštatovať, že podľa našej prognózy bude pokračovať súčasný trend mierneho oslabovania amerického dolára voči euru. Keďže však poznáme historické správanie dolára, musíme sa snažiť uplatniť dobrú politiku riadenia rizík. Z tohto dôvodu sa pri nákupe dlhopisov v USD snažíme aspoň čiastočne zabezpečiť proti kurzovému riziku. Pri nákupe akcií na americkom trhu sa však radšej vystavíme aj kurzovému riziku, keďže v prípade korekcie na akciových trhoch má dolár tendenciu posilňovať, a tým obmedzuje celkový pokles hodnoty portfólia.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, investičný riaditeľ pre Taliansko, UniCredit SpA

## Odpovede z Rakúska

### KONČÍ SA NÁROČNÝ ROK. AKÚ ROVNOVÁHU MÔŽEME DOSIAHNUŤ?

Po bezprecedentnom roku 2022 sa na finančných trhoch vkladali veľké nádeje do toho, že rok 2023 bude oveľa pozitívnejší.

Naplnili sa však len čiastočne. Mnohé svetové ekonomiky sa ukázali ako prekvapivo odolné voči čoraz reštriktívnejšej menovej politike viacerých centrálnych bánk. Ich odolnosť však stojí na krehkých základoch. Zatiaľ čo európska ekonomika už skĺzla do recesie, americká by mohla zvládnuť hladké pristátie a vyhnúť sa negatívnemu hospodárskemu rastu. Za týmito predpokladmi však stále stojí veľa otázok.

Najbližšie štvrťroky ukážu, do akej miery bude mať sprísnenie menovej politiky skutočný vplyv na reálnu ekonomiku. Mnohé spoločnosti stále profitujú z historicky nízkeho úrokového zataženia posledných rokov, očakáva sa však, že náklady na úroky budú v najbližších rokoch výrazne vyššie.

Situácia na akciových trhoch bola už v priebehu roka veľmi pestrá. Niekoľko spoločností spojených s umelou inteligenciou („sedem statočných“: Amazon, Alphabet – Google, Apple, Meta – Facebook, Microsoft, Nvidia, Tesla), ktoré majú v indexoch vysokú váhu, bežali z jedného cenového maxima do druhého a nakoniec sa stali hlavným motorom amerických akciových trhov. Široký trh však bol tento rok sotva presvedčivý. Nedostatočná šírka trhu je nezvyčajná a skrýva riziká. Pohľad do histórie potvrdzuje, že veľmi jednostranný vývoj na trhu sa v nasledujúcich rokoch obvykle opäť vyrovná.

Medzitým pozitívne prekvapili japonské akcie. Zlepšené štrukturálne prostredie, silné správy spoločností a priaznivé ocenenie pritiažli záujem mnohých dlhodobých investorov. Výrazne vyššie výnosy v porovnaní s ostatnými akciovými regiónmi tlmila len slabá výkonnosť japonského jenu.

Po minuloročných turbulenciách boli vysoké aj očakávania na dlhopisových trhoch. Mnohí investori museli v priebehu roka pochovať predčasné nádeje na zníženie úrokových sadzieb – inflačná dynamika bola príliš silná. Napriek tomu sa drvivej väčšine dlhopisových segmentov podaril obrat a od začiatku roka dosiahli mierne kladnú výkonnosť. Súčasná vysoká úroková sadzba („carry“) poskytuje dostatočnú rezervu na kompenzáciu mierneho zvýšenia výnosov.

V roku 2023 zatiaľ víťazili najmä dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov v miestnej mene. Mnohé rozvíjajúce sa krajiny počas fázy vysokej inflácie veľmi agresívne zvyšovali svoje úrokové sadzby. Pozitívny klesajúci trend miery inflácie v súčasnosti umožňuje mnohým centrálnym bankám v týchto regiónoch rýchlo zmeniť úrokové sadzby. Prvé centrálné banky už začali cyklus znižovania úrokových sadzieb, ktorého logickým dôsledkom je rast cien dlhopisov.

Na budúci rok zostávame opatrne optimistickí. Z rastúcich nádejí na zníženie úrokových sadzieb budú pravdepodobne profitovať najmä úročené cenné papiere. Aj budúci rok by mohol byť pre akcie priaznivý. Malo by sa zabrániť tvrdému hospodárskemu pristátiu a nízke úrokové sadzby a mierne hodnoty inflácie by mali zabezpečiť rozvoj prostredia priaznivého pre akcie. Také riziká, ako je opätovný nárast inflácie a prepad do recesie, netvoría súčasť nášho základného scenára. Musíme ich však pozorne sledovať.

Pri tejto príležitosti by sme chceli všetkým našim klientom popriať úspešný investičný rok 2024!

**OLIVER PRINZ**, spoluzodpovedný investičný riaditeľ UniCredit Bank Austria AG a Schoellerbank AG



## Odpovede z Nemecka

### AKÉ SÚ DÔSLEDKY NEDÁVNEHO ROZSUDKU SPOLKOVÉHO ÚSTAVNÉHO SÚDU, NAJMÄ POKIAL' IDE O NEMECKÉ HOSPODÁRSTVO?

Nemeckú vládu nedávno zaskočilo rozhodnutie Spolkového ústavného súdu. V polovici novembra súd zakázal prerozdelenie 60 miliárd eur (čo predstavuje približne 1,5 % nemeckého HDP) z fondov pôvodne určených na boj proti pandémie do Fondu pre klímu a transformáciu (KTF). Z fondu KTF sa okrem iného majú financovať programy na lepšiu ochranu klímy a rozvoj klimaticky neutrálneho hospodárstva. Fond tiež kladie dôraz na zavádzanie technológií, ako sú polovodiče a batériové technológie. Sudcovia zároveň rozhodli, že štát si nemôže vyhradiť núdzové pôžičky na neskoršie obdobie. Okrem KTF to však federálna vláda urobila aj vo viacerých osobitných fondoch vrátane fondu na brzdenie cien energií.

Spolkový kancelár Olaf Scholz vo vládnom vyhlásení z konca novembra jasne uviedol, že Nemecko čelí „tolkým výzvam a takým závažným, že naša republika takúto situáciu pravdepodobne ešte nezažila“. Na otázku, ako chce vládna koalícia riadiť ekonomiku v najbližších dvoch rokoch, však odpovedal nejasne. Vláda zastáva dva vzdialené postoje: na jednej strane FDP pod vedením ministra financií Christiana Lindnera prekračuje svoj tieň a opäť pozastavuje dlhovú brzdu na rok 2023, čo je už štvrté pozastavenie v rade od roku 2020. Na druhej strane stojí SPD, ktorá stále nechce znižovať sociálne výdavky, a Zelení, ktorí o projektoch na ochranu klímy, ktoré sa majú financovať z KTF, odmietajú diskutovať. Strany semaforovej koalície pravdepodobne čakajú dlhé a intenzívne diskusie, v ktorých sa budú musieť dohodnúť na výdavkoch a prioritách na rok 2024 a ďalšie roky. Scholz chce teraz využiť „existujúci priestor v rozpočte“, „stanoviť priority“, „prirodzene aj obmedziť výdavky“, ale tiež „výrazne investovať do modernizácie Nemecka“. Vyhol sa jasnej odpovedi, či má federálna vláda v úmysle v roku 2024 opäť vyhlásiť výnimku, alebo dodržiavať dlhovú brzdu.

Nemecká vláda vo svojej aktuálnej jesennej prognóze očakáva, že HDP v tomto roku klesne o 0,4%, zatiaľ čo na budúci rok sa pôvodne predpokladal rast o 1,3%. Podľa nemeckej vlády by strata 60 miliárd eur mohla v budúcom roku znamenať pokles hospodárskeho rastu o niečo viac ako 0,5 percentuálneho bodu. Aj keď sa zvýšilo riziko, že v prípade ďalšieho sprísnenia fiškálnej politiky zostane nemecká ekonomika v stagnácii alebo miernej recesii, v roku 2024 očakávame mierne oživenie s rastom HDP o 0,4%. Úsporné opatrenia a nedostatok investícií budú pravdepodobne tmiť hospodársky rast, zatiaľ čo vyhliadky na spomalenie hospodárskeho rastu si naliehavo vyžadujú stimuly fiškálnej politiky. Väčšie nebezpečenstvo spočíva v potenciálne negatívnom vplyve na dlhodobý rastový potenciál nemeckého hospodárstva: ak sa po rokoch, ktoré sa vyznačovali nedostatocnými výdavkami na zelenú transformáciu krajiny, znížia verejné investície. Dôvodom je, že znižovanie výdavkov na investičné projekty, ktorých pozitívne účinky sa často prejavujú až v (ďalej) budúcnosti, sa pravdepodobne stretne s menším odporom mnohých voličov než napríklad zníženie príspevkov na sociálne zabezpečenie v súčasnosti. Aby sa Nemecko nedostalo do pretrvávajúcej investičnej krízy, musia sa nájsť alternatívne spôsoby, ako investovať do infraštruktúry, udržateľnej transformácie hospodárstva a zručností obyvateľstva.

**PHILIP GISDAKIS**, investičný riaditeľ pre Nemecko, UniCredit Bank AG (HypoVereinsbank)

**VÝVOJ VYBRANÝCH INDEXOV FINANČNÉHO TRHU**

Od	27. 11. 22	27. 11. 18	27. 11. 19	27. 11. 20	27. 11. 21	27. 11. 22	27. 11. 18	1. 1. 23
Do	27. 11. 23	27. 11. 19	27. 11. 20	27. 11. 21	27. 11. 22	27. 11. 23	27. 11. 23	27. 11. 23
<b>Indexy akciového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
MSCI Svet (v USD)	13,7	18,1	15,4	23,2	-13,8	13,7	67,6	17,9
MSCI Rozvíjajúce sa trhy (v USD)	7,1	10,7	20,2	1,9	-22,4	7,1	15,4	5,0
MSCI USA (v USD)	15,2	20,3	20,0	27,9	-14,8	15,2	85,3	20,7
MSCI Európa (v EUR)	7,7	18,2	-2,6	21,6	-4,4	7,7	48,7	11,6
MSCI AC Ázia Tichomorie (v USD)	7,5	12,4	19,8	2,9	-19,3	7,5	21,9	6,1
STOXX Europe 600 (v EUR)	7,5	18,9	-1,4	21,7	-5,6	7,5	49,1	11,4
DAX 40 (Nemecko v EUR)	9,8	17,5	0,7	14,8	-8,7	9,8	40,6	14,7
MSCI Taliansko (v EUR)	25,2	25,8	-5,6	18,9	-3,4	25,2	76,3	30,2
ATX (Rakúsko, v EUR)	4,4	9,5	-16,4	44,8	-10,0	4,4	28,2	9,1
SMI (Švajčiarsko, in CHF)	-0,1	22,3	3,2	19,6	-7,7	-0,1	41,5	4,0
S&P 500 (USA, v USD)	14,9	20,0	17,5	28,4	-13,0	14,9	85,5	20,3
Nikkei (Japonsko, v JPY)	20,8	9,1	16,1	10,2	-2,0	20,8	69,5	30,7
CSI 300 (Čína, v jüanoch)	-4,6	26,4	31,7	0,6	-21,2	-4,6	24,5	-7,1
<b>Indexy dlhopisového trhu (celkový výnos, v %)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	-1,6	15,2	11,9	-3,0	-15,0	-1,6	3,0	-0,9
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	-0,1	10,2	7,8	-2,1	-12,0	-0,1	1,0	0,1
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	3,6	15,7	9,4	0,0	-14,6	3,6	10,8	3,6
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	-2,0	7,9	2,4	-1,9	-17,2	-2,0	-12,7	3,0
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	-1,7	9,2	4,0	-2,1	-15,4	-1,7	-8,1	2,8
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	3,0	6,5	2,5	-1,0	-12,9	3,0	-2,9	4,5
<b>Výnosy dlhopisov (zmena v bázičných bodoch = 0,01 percentuálneho bodu)</b>								
Americké štátne dlhopisy 10 r. (v USD)	69	-128	-94	60	208	69	133	57
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA, v USD)	52	-118	-119	52	288	52	169	47
Americké štátne dlhopisy (ICE BofA A-BBB, v USD)	33	-148	-106	41	306	33	138	28
Nemecké dlhopisy Bund 10 r. (v EUR)	55	-72	-22	25	222	55	216	-4
EUR štátne dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	68	-91	-39	28	227	68	200	3
EUR podnikové dlhopisy 1 r. – 10 r. (iBOXX, v EUR)	29	-94	-29	35	321	29	259	-13
<b>Rozpätia štátnych dlhopisov (úverové rozpätia, zmena v bázičných bodoch)</b>								
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US Corporate Master)	-26	-29	2	-13	44	-26	-24	-24
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA US High Yield)	-63	-32	36	-71	120	-63	-37	-90
Euro podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-21	-29	-7	21	57	-21	14	-9
Americké podnikové dlhopisy (ICE BofA Euro High Yield)	-60	-119	27	-8	150	-60	-25	-62
<b>Sadzby peňažného trhu (zmena v bázičných bodoch)</b>								
Libor (USD, 3 mesiace)	92	-79	-168	-5	456	92	295	89
Euríbor (EUR, 3 mesiace)	203	-8	-13	-4	250	203	427	182
<b>Výmenné kurzy eura (zmena v %)</b>								
Americký dolár (EUR – USD)	5,6	-2,8	8,3	-5,1	-7,6	5,6	-3,6	2,7
Britská libra (EUR – GBP)	0,9	-3,7	5,0	-5,1	1,9	0,9	-2,0	-2,3
Švajčiarsky frank (EUR – SFR)	-2,0	-2,9	-1,5	-3,4	-6,1	-2,0	-14,9	-2,1
Japonský jen (EUR – JPY)	12,6	-6,6	3,1	3,9	11,8	12,6	26,5	15,8
<b>Komodity (zmena v %)</b>								
Komoditný index (GSCI, v USD)	14,2	19,0	19,2	-2,1	-2,0	14,2	56,2	10,2
Priemyselné kovy (GSCI, v USD)	-5,8	-2,6	19,2	28,2	-12,5	-5,8	22,8	-10,1
Zlato (v USD za uncu čistého zlata)	14,8	19,9	22,6	-0,6	-2,2	14,8	64,2	10,7
Ropa (Brent, v USD za barel)	-4,9	5,0	-23,7	52,6	2,1	-4,9	31,4	-5,8

Upozornenie: Minulé hodnoty a prognózy nie sú spoľahlivým ukazovateľom budúcej výkonnosti. Indexy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú náklady. Pri investovaní do cenných papierov vznikajú náklady, ktoré znižujú výkonnosť. Výnosy z investícií v cudzích menách môžu tiež vzrásť alebo klesnúť v dôsledku kolísania meny. Takzvané syntetické dlhopisy sú vypočítané tak, aby odrážali výkonnosť štátnych dlhopisov s pevným rozsahom splatnosti. V každom prípade sa „najvhodnejší“ skutočný federálny dlhopis v relevantnom čase používa ako referencia pre výnosovú príležitosť syntetického dlhopisu. Vývoj očakávaného výnosu do splatnosti je uvedený za týchto podmienok: platba úrokov a splatenie v súlade s podmienkami a držba do splatnosti. V tomto ohľade ide o výnosovú príležitosť. Výnosové príležitosti odrážajú rôzne hodnotenia rizika investorov pre príslušné produkty alebo krajiny (vyššia výnosová príležitosť = vyššie hodnotenie rizika). Syntetické dlhopisy nie je možné kúpiť, a preto nezahŕňajú žiadne náklady. V prípade mien a komodít nie sú zahrnuté náklady na obstaranie a/alebo úschovu. Zdroj: Refinitiv Datastream. Údaje k 27. 11. 2023.

# Odmietnutie zodpovednosti

Táto publikácia spoločností UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCreditBank AG (ďalej spoločne len „skupina UniCredit“) je určená širokej verejnosti a poskytuje sa bezplatne len pre informáciu. Nepredstavuje investičné odporúčanie alebo poradenskú činnosť zo strany skupiny UniCredit, a už vôbec nie ponuku pre verejnosť akéhokoľvek druhu ani výzvu na nákup alebo predaj cenných papierov.

Skupina UniCredit vrátane všetkých spoločností v skupine a ostatných spoločností skupiny UniCredit môže mať špecifický záujem vo vzťahu k emitentom, finančným nástrojom alebo transakciám uvedeným v tejto publikácii. Pozrite si stránku <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Akékoľvek odhady a/alebo hodnotenia uvedené v tejto publikácii predstavujú nezávislý názor skupiny UniCredit a rovnako ako všetky informácie v nej uvedené sú poskytnuté v dobrej viere na základe údajov dostupných k dátumu publikácie a prevzatých zo spoľahlivých zdrojov, majú však čisto orientačnú hodnotu a môžu sa kedykoľvek po zverejnení zmeniť. Skupina UniCredit Group neposkytuje žiadne záruky ich úplnosti, správnosti a pravdivosti a nepreberá za ne žiadnu zodpovednosť. Zainteresované strany preto musia vykonávať svoje vlastné hodnotenia investícií úplne samostatne a nezávisle, pričom sa musia spoliehať výlučne na svoje vlastné úvahy o podmienkach na trhu a celkovo dostupných informáciách, a to aj v súlade so svojím rizikovým profilom a ekonomickou situáciou.

Treba si tiež uvedomiť, že:

1. Informácie týkajúce sa minulej výkonnosti finančného nástroja, indexu alebo investičnej služby nenaznačujú budúce výsledky.
2. Ak je investícia denominovaná v inej mene, ako je mena investora, hodnota investície môže výrazne kolísať v závislosti od zmien výmenných kurzov a mať nežiaduci vplyv na ziskovosť investície.
3. Investície, ktoré ponúkajú vysoké výnosy, môžu po akomkoľvek znížení bonity podliehať značným cenovým výkyvom. V prípade bankrotu emitenta môže investor prísť o celý kapitál.
4. Investície s vysokou volatilitou môžu podliehať náhlym a značným poklesom hodnoty, pričom môžu v čase predaja generovať značné straty až do výšky celého investovaného kapitálu.
5. V prípade mimoriadnych udalostí môže byť pre investora ťažké predat' alebo speňažiť určité investície alebo získať spoľahlivé informácie o ich hodnote.
6. Ak sa informácie týkajú konkrétneho daňového režimu, upozorňujeme, že daňový režim závisí od individuálnej situácie zákazníka a môže sa v budúcnosti zmeniť.
7. Ak sa informácie týkajú budúcich výsledkov, upozorňujeme, že nepredstavujú spoľahlivý ukazovateľ týchto výsledkov.

Skupina UniCredit nemôže byť žiadnym spôsobom zodpovedná za skutočnosť a/alebo škody, ktoré môžu komukoľvek vzniknúť pri použití tohto dokumentu, okrem iného vrátane škôd spôsobených v dôsledku strát, ušlého zisku alebo nerealizovaných úspor.

Obsah publikácie – vrátane údajov, noviniek, informácií, obrázkov, grafiky, náčrtov, značiek a názvov – vlastní spoločnosti UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG a UniCredit Bank AG, pokiaľ nie je uvedené inak, vzťahuje sa naň autorské právo a zákon o priemyselnom vlastníctve. Neudeluje sa žiadna licencia ani právo na používanie, a preto nie je dovolené reprodukovat' tento obsah, úplne alebo čiastočne, na akomkoľvek médiu, kopírovať ho, publikovať a používať na komerčné účely bez predchádzajúceho písomného súhlasu skupiny UniCredit, okrem možnosti vytvárania kópií len na osobné použitie.

Informácie a údaje uvedené v tomto dokumente sú aktualizované k 27. novembru 2023.



**UniCredit Bank Czech Republic  
and Slovakia, a.s.**



**Adresa**  
Šancová 1/A,  
813 33 Bratislava



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)